

# IM06

INFORME MENSUAL

NÚMERO 501 | JUNIO 2025



## ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

### MERCADOS FINANCIEROS

*¿Qué implica que la Fed desacelere la reducción de su balance?*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*El mundo sigue pendiente de los aranceles de Trump*

*¿Dónde estamos y hacia dónde vamos con los aranceles de EE. UU.?*

*Un mercado laboral europeo en transformación: el papel de la inmigración y los nuevos empleos*

## ECONOMÍA ESPAÑOLA

*El reloj inmobiliario de CaixaBank Research: el mercado inmobiliario español gana velocidad*

*Situación económica en la provincia de Valencia seis meses después de la DANA*

*Menos déficit público en 2025 en España, pero los retos estructurales persisten*

*La exposición del empleo en España a EE. UU.: sectores clave y características*

**INFORME MENSUAL****Junio 2025**

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

**CaixaBank Research**[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)[research@caixabank.com](mailto: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****Oriol Carreras**Coordinadores del *Informe Mensual***BPI Research (UEEF)**[www.bancobpi.pt/](http://www.bancobpi.pt/)[https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research)[estudos-mercados/research](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research)**Paula Carvalho**

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

4 de junio de 2025

**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 LAS CLAVES DEL MES****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS**

- 9 *¿Qué implica que la Fed desacelere la reducción de su balance?*  
Antonio Marta Miranda e Isabela Lara White

**12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**

- 14 *El mundo sigue pendiente de los aranceles de Trump*  
Rita Sánchez Soliva
- 16 *¿Dónde estamos y hacia dónde vamos con los aranceles de EE. UU.?*  
Luís Pinheiro de Matos y David Martínez Turégano
- 19 *Un mercado laboral europeo en transformación: el papel de la inmigración y los nuevos empleos*  
María Romero Meléndez

**23 ECONOMÍA ESPAÑOLA**

- 25 *El reloj inmobiliario de CaixaBank Research: el mercado inmobiliario español gana velocidad*  
Judit Montoriol Garriga
- 26 *Situación económica en la provincia de Valencia seis meses después de la DANA*  
Zoel Martín Vilató y Eduard Alcobé Garcia
- 28 *Menos déficit público en 2025 en España, pero los retos estructurales persisten*  
Javier Garcia-Arenas
- 30 *La exposición del empleo en España a EE. UU.: sectores clave y características*  
Anna Bahí Esteba y Sergio Díaz Valverde

**34 ECONOMÍA PORTUGUESA**

## Estabilidad hegemónica en tiempos de cambio

Dejábamos la situación económica global hace un mes con un arancel efectivo de EE. UU. en el 30% (3% antes del día L) y con la sensación de que solo el comportamiento de los mercados de bonos estaba siendo capaz de introducir algo de sensatez en unas negociaciones comerciales, por momentos caóticas, con demasiados frentes abiertos para la Administración americana. El minuto y resultado del conflicto comercial en la primera semana de junio refleja cierta desescalada de las tensiones, a la espera de la decisión final del Tribunal de Comercio, pues, por el camino, EE. UU. ha alcanzado un acuerdo con el Reino Unido y firmado una tregua con China para reducir, durante 90 días, las tarifas recíprocas. Todo lo anterior ha rebajado el arancel promedio hasta el 14,6% (en torno al 40% con China y 10% para el resto del mundo), incluyendo la última subida al 50% de las tarifas al acero y aluminio, lo que refleja un reajuste en la delicada estrategia de la Administración Trump de intentar asumir pocos daños a corto plazo mientras se busca un reequilibrio beneficioso para la economía americana a largo plazo.

De esta manera, cerca del inicio del verano nos encontramos con aranceles a las importaciones americanas situados en niveles compatibles con una desaceleración ordenada de la actividad global. En nuestro escenario central, con un arancel promedio en torno al 10%, el crecimiento mundial se situaría en el 2,9% (1,2% para las economías avanzadas y 3,2% para las emergentes), con la eurozona avanzando a ritmos del 0,9% (2,4% en España), favorecida por la bajada de los precios de la energía (alrededor de un 25% en euros en lo que llevamos de año) y por una política monetaria que ya habría alcanzado la zona neutral en junio. El país más negativamente afectado a corto plazo por las hostilidades comerciales será el propio EE. UU., con una combinación de crecimiento e inflación en 2025 (1,3% y 2,9%, respectivamente) mucho peor que la prevista antes del anuncio de las subidas tarifarias y peligrosamente cercana a una situación de estanflación. Esta divergencia en la dinámica de cambio a ambos lados del Atlántico, favorable a Europa por primera vez en mucho tiempo, se sigue reflejando tanto en el comportamiento de los mercados financieros como en los flujos de ahorro y en la evolución del tipo de cambio. El problema es que después de un cuatrimestre en el que la economía mundial se ha visto beneficiada por las inercias previas al día L y por la anticipación de decisiones de compra, el patrón de comportamiento de la actividad global va a cambiar de forma marcada en los meses centrales del año; siendo difícil anticipar el efecto combinado del desorden arancelario, la incertidumbre geopolítica, el aumento de la inflación en EE. UU. y la fuerte depreciación del dólar, tanto en las decisiones de consumidores y empresas como en los precios de los activos financieros.

Sobre todo, cuando tenemos un nuevo elefante en la habitación que es la situación fiscal americana en pleno proceso de negociación del presupuesto, teniendo en cuenta los niveles actuales de déficit público (6,5% del PIB), deuda pública (120% del PIB) o el elevado coste del servicio de la deuda (3,8% del PIB). Indicadores fiscales escasamente compatibles con la máxima calificación que asignaba Moody's a la deuda americana (AAA) antes de la reciente revisión a la baja. En este contexto, las rentabilidades de los bonos a 10 años (4,4%) o 30 años (4,95%) van a mostrar mucha sensibilidad a un presupuesto que está en plena negociación en las Cámaras, con algún aspecto preocupante como la sección 899, que podría penalizar la inversión internacional. Especialmente por la desconfianza hacia el dólar que se percibe en un buen número de inversores, aunque la evidencia sugiere que el movimiento de las últimas semanas se trata más de una corrección intensa (y algo desordenada) que de las primeras señales de un cambio estructural en su tradicional papel de moneda de reserva, pues el billete verde todavía cotiza un 19% por encima de la media de su tipo de cambio efectivo real de los últimos 20 años. Pero como nos recordaba recientemente Martin Wolf utilizando la teoría de la estabilidad hegemónica, el equilibrio de una economía mundial abierta depende de la existencia de una potencia económica capaz de ofrecer bienes públicos esenciales, mercados abiertos para el comercio y una moneda estable, además de erigirse en prestamista de última instancia en caso de necesidad. Papel que ha sido capaz de desempeñar EE. UU. desde 1945. La pregunta es si esto es compatible con el giro estratégico de la Administración Trump, que parece estar buscando un retorno parcial o total de la primera potencia mundial a los cuarteles de invierno. Esto dejaría huérfana a la economía mundial de ese estabilizador económico, pues China, a corto plazo, no parece estar en disposición de ofrecer un liderazgo de ese tipo. Por tanto, con la geopolítica ganando protagonismo por momentos, el diseño del nuevo orden económico mundial pivotará sobre el juego estratégico entre estas dos realidades económicas (EE. UU. y China) que amenazan con superponerse, después de seguir trayectorias paralelas en las últimas décadas de las que, sin embargo, se derivaron dinámicas macroeconómicas concurrentes y, en el fondo, mutuamente beneficiosas.

José Ramón Díez  
Junio de 2025

## Cronología

### MAYO 2025

- 3 La OPEP aumenta la producción de crudo al tiempo que crecen las tensiones internas.
- 28 Las dudas legales sobre los aranceles de la Administración Trump incrementan la incertidumbre sobre sus efectos globales.

### 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%.

### 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%.

### 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.

### 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.

### 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%.

## Agenda

### JUNIO 2025

- 2 Portugal: empleo y desempleo (abril).
- 3 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- 3 Eurozona: avance del IPC (mayo).
- 4-5 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 17 España: encuesta trimestral de coste laboral (1T).
- 17-18 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 20 Portugal: precios de la producción industrial (mayo).
- 23 España: balanza de pagos y PIIN (1T).
- Portugal: precios de la vivienda (1T).
- 24 Portugal: desglose del PIB por sectores institucionales (1T).
- 25 España: desglose del PIB (1T).
- España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (1T y abril).
- 26 Portugal: ratio de morosidad (1T).
- 26-27 Consejo Europeo.
- 27 España: avance del IPC (junio).
- Eurozona: índice de sentimiento económico (junio).
- 30 España: tasa de ahorro de los hogares (1T).
- Portugal: avance del IPC (junio).

### JULIO 2025

- 1 Eurozona: avance del IPC (junio).
- 2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 9 España: cuentas financieras (1T).
- 10 Portugal: comercio internacional (mayo).
- 16 China: PIB (2T).
- 18 Portugal: balanza de pagos (mayo).
- 22 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 23-24 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 24 España: encuesta de población activa (2T).
- 29 España: avance del PIB (2T).
- 29-30 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 30 España: avance del IPC (julio).
- Portugal: avance del PIB (2T).
- Eurozona: PIB (2T).
- Eurozona: índice de sentimiento económico (julio).
- EE. UU.: PIB (2T).
- 31 España: ejecución presupuestaria del Estado (junio).
- Portugal: avance del IPC (julio).
- Portugal: ejecución presupuestaria (junio).
- Portugal: actividad turística (junio).

## La economía española resiste

Este mes, CaixaBank Research ha actualizado su escenario de previsiones para la economía española. Aunque se espera un crecimiento ligeramente inferior al previsto anteriormente, el mensaje sigue siendo globalmente positivo. En concreto, el nuevo escenario contempla una moderación gradual del crecimiento del PIB: tras el robusto 3,2% registrado en 2024, se prevé un avance del 2,4% en 2025, 1 décima menos que en el escenario anterior, y del 2,0% en 2026, también 1 décima por debajo de lo previsto previamente.

Estas cifras destacan por varios motivos. En primer lugar, porque reflejan un crecimiento dinámico, superior al promedio histórico del 1,8% entre el 2000 y 2024. En segundo lugar, porque se espera que el avance sea generalizado por sectores. En tercer lugar, porque ello se produce en un contexto internacional poco propicio, marcado por tensiones geopolíticas y comerciales. Por último, porque el crecimiento previsto supera con creces al de las principales economías desarrolladas: para este año, más que duplica el de la eurozona y supera en más de 1 p. p. el de EE. UU.

La moderación del ritmo de crecimiento responde, principalmente, al agotamiento de algunos de los motores que impulsaron la actividad en los últimos trimestres. Las exportaciones de bienes y de servicios no turísticos han perdido vigor ante la debilidad de los principales socios comerciales, mientras que el crecimiento del turismo y del consumo público se está normalizando. A ello se suma el impacto de la incertidumbre generada por la errática política económica de la nueva Administración estadounidense y el aumento de los aranceles a las exportaciones hacia ese país. En el escenario anterior, ya se contemplaba un impacto de 2 décimas en el crecimiento de 2025, asumiendo un incremento moderado de los aranceles hasta el 10% y un repunte de la incertidumbre hasta mediados de año. Sin embargo, la incertidumbre ha sido mayor de lo previsto y la economía global más débil, lo que ha llevado a revisar a la baja 1 décima adicional en 2025 y otra en 2026.

A pesar de estos factores adversos, la economía española cuenta con varias palancas que sostienen un crecimiento dinámico. Destacan el consumo de los hogares y la inversión, impulsados por una inflación que se modera más rápidamente de lo previsto –gracias a la caída de los precios energéticos–, la rebaja de los tipos de interés y una situación financiera saneada tanto en empresas como en

hogares. La dinámica demográfica y la gradual ejecución de los fondos europeos NGEU también siguen impulsando la demanda interna. Todos estos elementos deberían consolidar los buenos registros observados en los últimos meses.

Los indicadores más recientes confirman que la actividad se mantiene sólida en el 2T del año. Es probable que el crecimiento del PIB se sitúe solo ligeramente por debajo del robusto registro del 1T. La creación de empleo sigue a buen ritmo, con tasas similares a las del inicio del año. El [indicador de consumo en tiempo real de CaixaBank Research](#) también se mantiene en niveles elevados. Además, tal y como detallamos en el [Observatorio Sectorial](#) recién publicado, el 50% de los sectores se encuentran en expansión, con tasas de crecimiento superiores a su promedio histórico, frente al 20% del año pasado. Solo el 24% de los sectores crece por debajo de su tendencia a largo plazo, frente al 34% del año anterior. Y, según nuestras estimaciones, ningún sector se encuentra actualmente en contracción.

Más allá del entorno internacional incierto y de la pérdida de impulso de algunos motores de crecimiento, el principal reto estructural que enfrenta la economía española a corto y medio plazo se encuentra en el mercado inmobiliario. La fuerte recuperación de la demanda, impulsada por la mejora del poder adquisitivo de los hogares, la bajada de los tipos de interés y el dinamismo de la demanda extranjera, ha coincidido con una oferta que reacciona con lentitud. Aunque los visados de obra nueva están repuntando, el ritmo de construcción sigue siendo insuficiente para absorber el déficit de viviendas acumulado en los últimos años. Tal y como se detalla en el Focus [«El reloj inmobiliario de CaixaBank Research: el mercado inmobiliario español gana velocidad»](#) en este mismo informe, este desequilibrio está ejerciendo una presión creciente sobre los precios, que se han acelerado notablemente en los últimos trimestres. Según las nuevas previsiones de CaixaBank Research, el precio de la vivienda podría crecer un 9,0% en 2025 y un 5,7% en 2026 (según el indicador MIVAU), muy por encima del avance previsto de la renta disponible por hogar. Esta dinámica amenaza con deteriorar las condiciones de accesibilidad a la vivienda, especialmente en las zonas de mayor demanda, y refuerza la necesidad de acelerar la construcción de vivienda asequible como vía para garantizar un crecimiento económico inclusivo y sostenible.

Oriol Aspachs

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

### Mercados financieros

|                             | Promedio<br>2000-2007 | Promedio<br>2008-2019 | Promedio<br>2020-2022 | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   |
|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>TIPOS DE INTERÉS</b>     |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| <b>Dólar</b>                |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| Fed funds (límite inferior) | 3,18                  | 0,54                  | 0,67                  | 5,25   | 4,25   | 4,00   | 3,25   |
| SOFR 3 meses                | 3,62                  | 1,01                  | 1,07                  | 5,37   | 4,37   | 4,07   | 3,35   |
| SOFR 12 meses               | 3,86                  | 1,48                  | 1,48                  | 4,95   | 4,19   | 3,75   | 3,41   |
| Deuda pública 2 años        | 3,70                  | 1,04                  | 1,21                  | 4,46   | 4,24   | 4,10   | 3,90   |
| Deuda pública 10 años       | 4,69                  | 2,57                  | 1,76                  | 4,01   | 4,40   | 4,60   | 4,50   |
| <b>Euro</b>                 |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>Alemania</b>             |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| Deuda pública 2 años        | 3,41                  | 0,35                  | -0,21                 | 2,55   | 2,02   | 1,89   | 1,97   |
| Deuda pública 10 años       | 4,30                  | 1,54                  | 0,14                  | 2,11   | 2,22   | 2,30   | 2,40   |
| <b>España</b>               |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| Deuda pública 3 años        | 3,62                  | 1,69                  | 0,18                  | 2,77   | 2,26   | 2,48   | 2,63   |
| Deuda pública 5 años        | 3,91                  | 2,19                  | 0,38                  | 2,75   | 2,48   | 2,67   | 2,84   |
| Deuda pública 10 años       | 4,42                  | 3,17                  | 0,99                  | 3,09   | 2,90   | 3,00   | 3,20   |
| Prima de riesgo             | 11                    | 164                   | 85                    | 98     | 68     | 70     | 80     |
| <b>Portugal</b>             |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| Deuda pública 3 años        | 3,68                  | 3,33                  | 0,07                  | 2,33   | 2,03   | 2,01   | 2,14   |
| Deuda pública 5 años        | 3,96                  | 3,94                  | 0,35                  | 2,42   | 2,15   | 2,31   | 2,49   |
| Deuda pública 10 años       | 4,49                  | 4,67                  | 0,96                  | 2,74   | 2,68   | 2,85   | 3,10   |
| Prima de riesgo             | 19                    | 314                   | 82                    | 63     | 46     | 55     | 70     |
| <b>TIPO DE CAMBIO</b>       |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| EUR/USD (dólares por euro)  | 1,13                  | 1,26                  | 1,13                  | 1,09   | 1,05   | 1,14   | 1,15   |
| 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 |
| <b>PETRÓLEO</b>             |                       |                       |                       |        |        |        |        |
| Brent (\$/barril)           | 42,3                  | 80,1                  | 71,0                  | 77,3   | 73,1   | 61,7   | 62,8   |
| Brent (euros/barril)        | 36,4                  | 62,5                  | 63,9                  | 70,9   | 69,8   | 54,1   | 54,6   |

Previsiones

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

### Economía internacional

|                                          | Promedio<br>2000-2007 | Promedio<br>2008-2019 | Promedio<br>2020-2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------|------|------|------|
| <b>CRECIMIENTO DEL PIB<sup>1</sup></b>   |                       |                       |                       |      |      |      |      |
| <b>Mundial</b>                           | 4,3                   | 3,3                   | 2,5                   | 3,5  | 3,3  | 2,9  | 2,9  |
| <b>Países desarrollados</b>              | 2,7                   | 1,5                   | 1,7                   | 1,7  | 1,8  | 1,3  | 1,3  |
| Estados Unidos                           | 2,7                   | 1,8                   | 2,1                   | 2,9  | 2,8  | 1,3  | 1,3  |
| Eurozona                                 | 2,3                   | 0,8                   | 1,2                   | 0,5  | 0,8  | 0,9  | 1,1  |
| Alemania                                 | 1,6                   | 1,3                   | 0,2                   | -0,1 | -0,2 | 0,4  | 1,0  |
| Francia                                  | 2,3                   | 1,0                   | 0,7                   | 1,6  | 1,1  | 0,4  | 0,8  |
| Italia                                   | 1,5                   | -0,3                  | 1,6                   | 0,8  | 0,5  | 0,6  | 1,0  |
| Portugal                                 | 1,5                   | 0,4                   | 1,5                   | 2,6  | 1,9  | 1,7  | 1,9  |
| España                                   | 3,6                   | 0,7                   | 0,6                   | 2,7  | 3,2  | 2,4  | 2,0  |
| 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  | 1,1  | 1,2  |
| <b>Países emergentes y en desarrollo</b> | 6,3                   | 4,9                   | 3,1                   | 4,7  | 4,3  | 3,9  | 3,9  |
| 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                   | 0,6                   | 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  |
| <b>INFLACIÓN</b>                         |                       |                       |                       |      |      |      |      |
| <b>Mundial</b>                           | 4,1                   | 3,7                   | 5,5                   | 6,6  | 5,7  | 4,3  | 3,9  |
| <b>Países desarrollados</b>              | 2,1                   | 1,6                   | 3,7                   | 4,6  | 2,6  | 2,3  | 2,3  |
| Estados Unidos                           | 2,8                   | 1,8                   | 4,6                   | 4,1  | 3,0  | 2,9  | 2,6  |
| Eurozona                                 | 2,2                   | 1,4                   | 3,7                   | 5,4  | 2,4  | 2,0  | 1,9  |
| Alemania                                 | 1,7                   | 1,4                   | 4,1                   | 6,0  | 2,5  | 2,1  | 2,0  |
| Francia                                  | 1,9                   | 1,3                   | 2,8                   | 5,7  | 2,3  | 1,4  | 1,9  |
| Italia                                   | 2,4                   | 1,4                   | 3,5                   | 5,9  | 1,1  | 1,6  | 1,8  |
| Portugal                                 | 3,1                   | 1,1                   | 3,0                   | 4,3  | 2,4  | 2,1  | 2,0  |
| España                                   | 3,2                   | 1,3                   | 3,7                   | 3,5  | 2,8  | 2,4  | 2,2  |
| Japón                                    | -0,3                  | 0,4                   | 0,7                   | 3,3  | 2,7  | 1,5  | 1,5  |
| Reino Unido                              | 1,8                   | 2,2                   | 4,2                   | 7,3  | 2,5  | 2,9  | 2,3  |
| <b>Países emergentes y en desarrollo</b> | 6,9                   | 5,5                   | 6,8                   | 8,0  | 7,7  | 5,6  | 4,9  |
| China                                    | 1,7                   | 2,6                   | 1,8                   | 0,2  | 0,2  | 0,5  | 1,0  |
| 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  |

**Nota:** 1. Cifras ajustadas por estacionalidad y calendario para la eurozona, Alemania, Francia, Italia, Portugal, España y Polonia. Cifras ajustadas por estacionalidad para Estados Unidos y Reino Unido.

Previsiones

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

### Economía española

|                                         | Promedio<br>2000-2007 | Promedio<br>2008-2019 | Promedio<br>2020-2022 | 2023       | 2024       | 2025       | 2026       |
|-----------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Agregados macroeconómicos</b>        |                       |                       |                       |            |            |            |            |
| Consumo de los hogares                  | 3,7                   | 0,0                   | 0,0                   | 1,7        | 2,8        | 2,7        | 2,3        |
| Consumo de las AA. PP.                  | 4,5                   | 0,9                   | 2,6                   | 5,2        | 4,1        | 2,0        | 0,8        |
| Formación bruta de capital fijo         | 5,7                   | -1,2                  | -1,0                  | 2,1        | 3,0        | 3,9        | 3,0        |
| Bienes de equipo                        | 4,9                   | 0,2                   | -2,5                  | 1,1        | 2,8        | 5,9        | 2,3        |
| Construcción                            | 5,7                   | -2,6                  | -1,9                  | 3,0        | 3,5        | 3,2        | 3,4        |
| Demanda nacional (contr. Δ PIB)         | 4,4                   | -0,2                  | 0,7                   | 1,6        | 2,7        | 2,5        | 2,0        |
| Exportación de bienes y servicios       | 4,7                   | 2,9                   | 2,5                   | 2,8        | 3,1        | 2,2        | 2,1        |
| Importación de bienes y servicios       | 7,0                   | 0,2                   | 2,5                   | 0,3        | 2,4        | 3,0        | 2,5        |
| <b>Producto interior bruto</b>          | <b>3,6</b>            | <b>0,7</b>            | <b>0,6</b>            | <b>2,7</b> | <b>3,2</b> | <b>2,4</b> | <b>2,0</b> |
| <b>Otras variables</b>                  |                       |                       |                       |            |            |            |            |
| Empleo                                  | 3,2                   | -0,5                  | 1,4                   | 3,2        | 2,4        | 2,4        | 1,7        |
| 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        | 2,4        | 2,2        |
| Costes laborales unitarios              | 3,1                   | 0,6                   | 3,6                   | 6,1        | 4,0        | 3,5        | 2,7        |
| Saldo op. corrientes (% PIB)            | -5,8                  | -0,2                  | 0,6                   | 2,7        | 3,0        | 2,7        | 2,9        |
| Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB) | -5,2                  | 0,2                   | 1,4                   | 3,7        | 4,2        | 3,7        | 3,9        |
| Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>      | 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<br>2000-2007 | Promedio<br>2008-2019 | Promedio<br>2020-2022 | 2023       | 2024       | 2025       | 2026       |
|-----------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Agregados macroeconómicos</b>        |                       |                       |                       |            |            |            |            |
| Consumo de los hogares                  | 1,8                   | 0,5                   | 1,2                   | 1,9        | 3,2        | 2,0        | 2,1        |
| Consumo de las AA. PP.                  | 2,2                   | -0,3                  | 2,0                   | 0,6        | 1,1        | 1,0        | 1,1        |
| Formación bruta de capital fijo         | -0,4                  | -0,7                  | 2,9                   | 3,6        | 3,0        | 4,0        | 3,4        |
| 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        | 2,6        | 1,7        | 2,2        |
| Exportación de bienes y servicios       | 5,3                   | 4,0                   | 3,6                   | 3,8        | 3,4        | 3,3        | 3,0        |
| Importación de bienes y servicios       | 3,6                   | 2,7                   | 4,0                   | 1,8        | 5,0        | 3,4        | 3,5        |
| <b>Producto interior bruto</b>          | <b>1,5</b>            | <b>0,4</b>            | <b>1,5</b>            | <b>2,6</b> | <b>1,9</b> | <b>1,7</b> | <b>1,9</b> |
| <b>Otras variables</b>                  |                       |                       |                       |            |            |            |            |
| 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        | 2,1        | 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

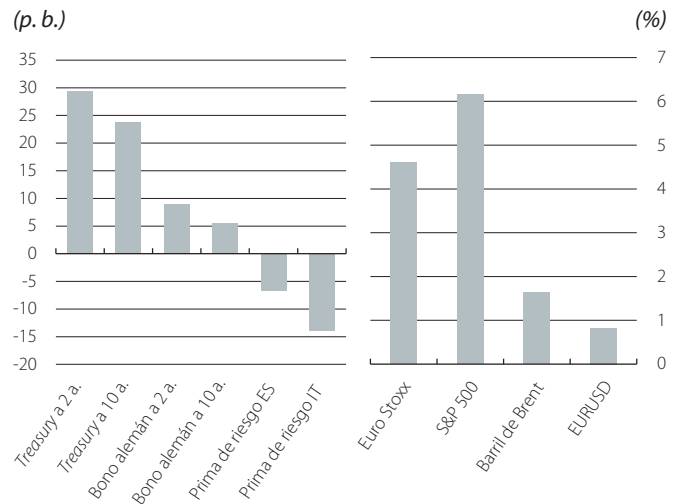
## La incertidumbre en la política económica sigue dirigiendo el ánimo inversor

Los mercados, entre el optimismo por la tregua comercial y la inquietud por el deterioro fiscal estadounidense. La tregua en las tensiones arancelarias entre Washington y Beijing terminó de impulsar un renovado apetito por el riesgo en mayo, respaldado por datos económicos que confirmaron la, por ahora, resiliencia de la actividad y el progreso de la desinflación, tanto en EE. UU. como en Europa. El optimismo, no obstante, se vio progresivamente eclipsado a medida que avanzaba el mes por el previsible deterioro fiscal en EE. UU. y en otras economías desarrolladas, así como por la persistente volatilidad en la política comercial de Trump. En este contexto, los tipos soberanos repuntaron, mientras que los inversores en renta variable optaron por ver el vaso medio lleno, lo que benefició especialmente a sectores cíclicos y supuso que los índices estadounidenses borrasen sus pérdidas acumuladas en el año. En divisas, el dólar volvió a mostrar una gran sensibilidad, mientras que en el mercado de materias primas lo más destacable fue que el oro, que acumulaba un gran avance en el año, no capitalizó la incertidumbre fiscal.

**Los bancos centrales mantienen la cautela.** La Fed optó por mantener los tipos de interés sin cambios en mayo, esperando para evaluar el impacto de los aranceles en precios y actividad, aunque el presidente Powell se mostró preocupado por los crecientes riesgos de estanflación por las tensiones comerciales. Los datos de abril apoyaron este enfoque: diferentes medidas de inflación y precios de producción se desaceleraron mientras cayeron las ventas minoristas y se redujo el gasto de los consumidores, si bien la confianza del consumidor repuntó con fuerza en mayo tras la tregua comercial. La resiliencia de la economía estadounidense llevó a los inversores a descontar dos bajadas de la Fed este año en mayo, frente a las cuatro que llegó a descontar a finales de abril. Para el BCE, las oscilaciones fueron menores: los inversores dieron por descontadas dos bajadas más de tipos en 2025, y la probabilidad de una tercera fluctuó en función de las expectativas de inflación. Respecto a estas, el mercado cotiza una caída desde el *Liberation Day* (y espera una caída de la inflación al 1,5% a tres años), mientras que los consumidores de la eurozona esperaron un repunte (3,1% a tres años) en abril, en ambos casos influenciados por los aranceles estadounidenses.

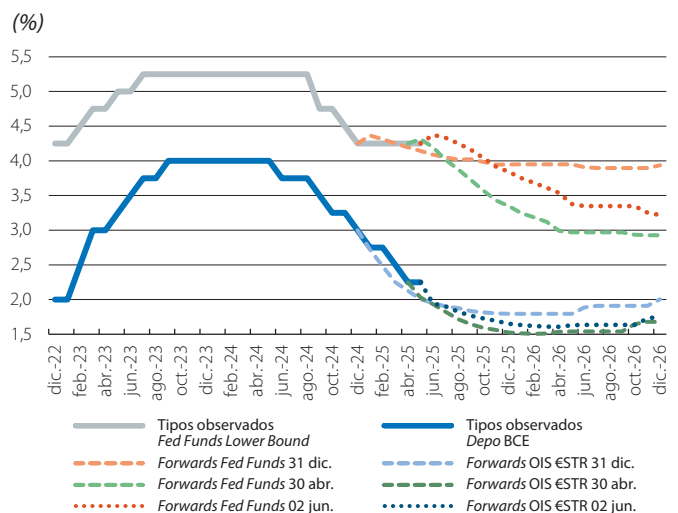
**Las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal hicieron repuntar los tipos soberanos.** El avance parlamentario de la reforma fiscal de Trump y la rebaja de Moody's de la calificación crediticia de EE. UU. (última agencia en retirarle la triple A) catalizaron un importante aumento de tipos en el mes, incluso aunque la reforma fue suavizada durante su tramitación en el Congreso. El incremento en la rentabilidad de los *treasuries*, no obstante, se concentró en los tramos cortos, por la expectativa de unos tipos Fed más elevados. También en otros mercados las tensiones fiscales pasaron factura: en Japón, principalmente en las referencias a más largo plazo, en un contexto de reducción gradual del balance del banco central. También en el caso del Reino Unido, el limitado espacio fiscal del Gobierno presionó al alza los tipos a más largo plazo. En la eurozona, el repunte fue más moderado: la curva se mantuvo plana y los diferenciales periféricos se estrecharon, en un movimiento

### Desempeño mensual de los principales activos financieros



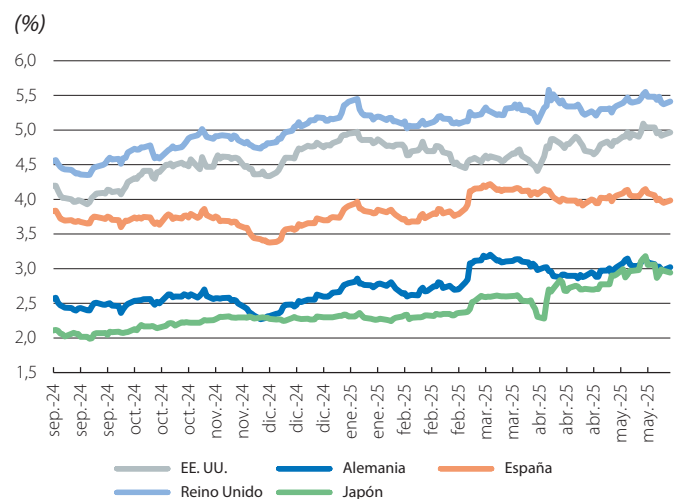
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Expectativas del mercado sobre los tipos de intervención



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

### Evolución de los tipos de interés soberanos a 30 años



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

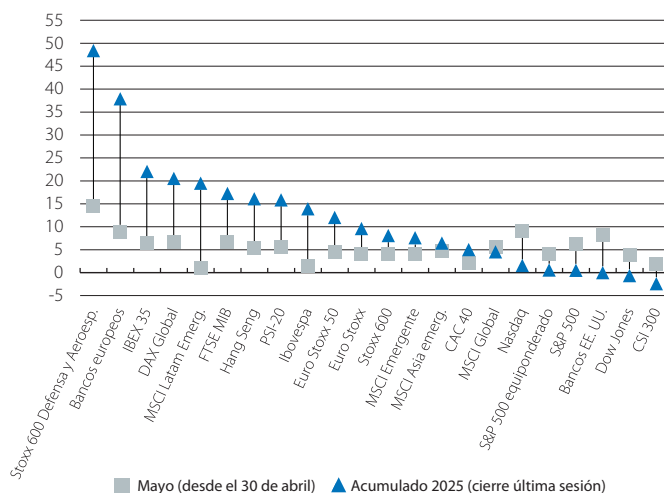
de normalización, tras la búsqueda de refugio, de abril y con una mejora del apetito por el riesgo.

**El mercado de divisas reflejó la tensión entre factores comerciales y fiscales.** El dólar mostró dos claras tendencias: a la fortaleza al inicio de mes por el optimismo comercial y la resiliencia que mostró el mercado laboral estadounidense en abril, la siguió la debilidad tras la rebaja crediticia de Moody's, la tramitación de la reforma fiscal y las turbulencias hacia final de mes en las negociaciones comerciales entre China y EE. UU. El resultado neto frente al euro fue un mes prácticamente plano, que deja una apreciación acumulada en el año cercana al 10%. El principal beneficiario de la tregua comercial resultó ser el won surcoreano, favorecido también por la renovada estabilidad política del país. La libra esterlina, por su parte, se depreció levemente por los datos económicos mixtos del Reino Unido y las dudas sobre los planes fiscales del Gobierno. Entre las divisas emergentes, las divisas latinoamericanas mostraron comportamientos diversos según sus fundamentales y su exposición al comercio global, con el peso mexicano apreciándose tras la tregua comercial entre China y EE. UU.

**La renta variable, principal beneficiada de la tregua comercial entre China y EE. UU.** El mayor apetito por el riesgo y la resiliencia de la economía beneficiaron a los sectores típicamente ligados al ciclo (tecnología o bienes industriales), que lideraron las ganancias en EE. UU. y Europa, mientras que otros más defensivos, como salud y consumo básico, quedaron rezagados. Los índices estadounidenses de las compañías de mayor capitalización recuperaron sus pérdidas acumuladas en el año, donde ya están en positivo. En Europa, los mercados alemán, italiano y español destacaron por su dinamismo, frente a avances más moderados en mercados con mayor número de compañías consideradas defensivas, como el francés. Los emergentes participaron selectivamente del *rally*: México y Brasil destacaron positivamente apoyados en sus favorables dinámicas domésticas. En cuanto a los índices chinos, el CSI 300 mostró ganancias más leves, pese a los estímulos monetarios implementados, y reflejó cierto escepticismo de los inversores sobre su durabilidad e impacto en el crecimiento chino, mientras que el Hang Seng registró mayores ganancias impulsado por el sector tecnológico. El resto de los índices asiáticos (japonés, surcoreano o indonesio) sí se beneficiaron en mayor medida de la tregua comercial entre EE. UU. y China.

**Comportamiento mixto de las materias primas.** La referencia europea de gas natural registró una de las mayores ganancias mensuales ante la confluencia de: avances desde la Comisión Europea para eliminar el flujo de gas ruso hacia la UE, la reducción del suministro desde Noruega por mantenimientos y fallos en infraestructuras clave, y los aún bajos niveles de almacenamiento. El petróleo mostró una dinámica más compleja, con ganancias modestas, mientras que los inversores intentaban equilibrar un mayor optimismo respecto a la demanda mundial; con las señales de que la OPEP+ consideraba nuevos aumentos de producción en julio (finalmente aprobados, y a sumar a los ya previstos de más de 400.000 barriles en junio); y con cierto optimismo respecto a las negociaciones entre EE. UU. e Irán respecto al programa nuclear de este último. Entre los metales industriales, el cobre se benefició del optimismo sobre la actividad manufacturera global. Y entre los metales preciosos, el oro se mantuvo plano, entre la menor demanda de refugio y las preocupaciones fiscales, mientras que el platino destacó con una fuerte subida, impulsado por la demanda china ante el alto precio del oro y señales de agotamiento en los yacimientos actuales.

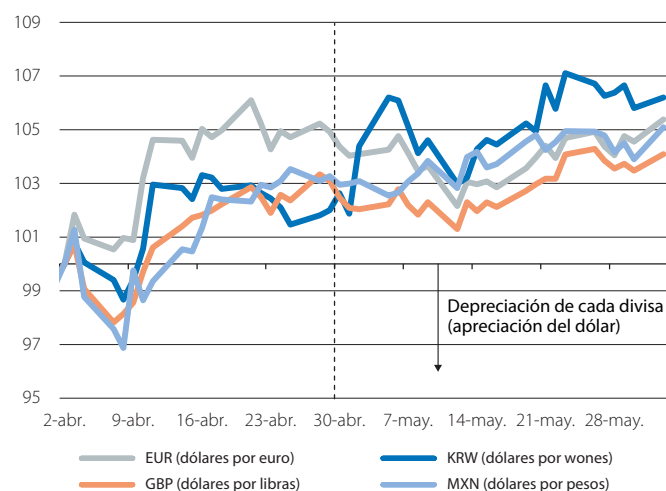
### Desempeño de índices bursátiles (%)



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

### Evolución de divisas seleccionadas frente al dólar

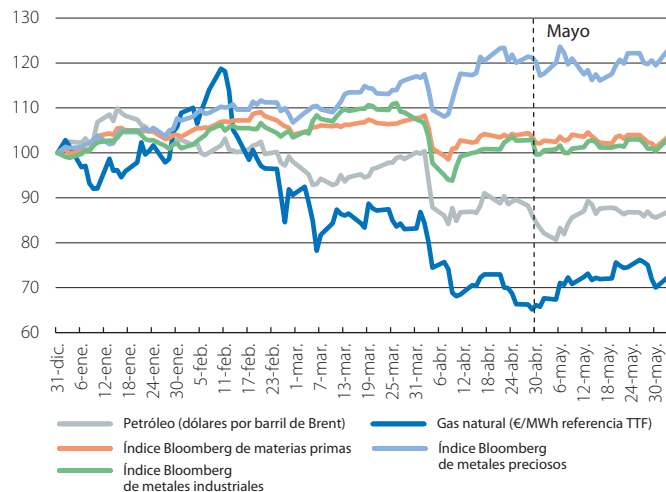
Índice (100 = 02/04/2025)



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

### Evolución de las materias primas

Índice (100 = 31/12/2024)



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

## ¿Qué implica que la Fed desacelere la reducción de su balance?

En marzo de 2025, la Reserva Federal (Fed) anunció una desaceleración en el ritmo de reducción de su balance a partir de abril. Esta decisión responde tanto a la proximidad de las reservas al nivel considerado adecuado, como a la necesidad de evitar tensiones de liquidez en los mercados financieros. En este artículo, evaluamos el impacto de esta decisión y actualizamos nuestras proyecciones del balance de la Fed frente a las estimaciones realizadas a finales del año pasado.<sup>1</sup>

### ¿Cómo se está llevando a cabo el QT?

Durante los años de política monetaria expansiva (2019-2022), la Fed se embarcó en un programa de compra de activos para inyectar liquidez y estimular la economía que resultó en una acumulación de activos sin precedentes hasta alcanzar el 35% del PIB de EE. UU. a mediados de 2022. A partir de entonces, la crisis inflacionista requirió una política monetaria restrictiva, que incluyó la reducción del balance del banco central para retirar liquidez del sistema financiero. Este programa, conocido como *quantitative tightening* (QT), se ha vehiculado con una estrategia pasiva que consiste en no renovar a vencimiento la cartera de bonos del Tesoro y de títulos respaldados por hipoteca (MBS, por sus siglas en inglés).<sup>2</sup> Desde su inicio en junio de 2022, el programa de QT se ha implementado en distintas fases, con variaciones en la intensidad del ritmo de reducción del balance. Inicialmente, el proceso fue acelerado, pero a partir de mediados de 2024 comenzó a moderarse progresivamente. Desde abril de 2025, la Fed ha reducido aún más el ritmo, limitando las redenciones mensuales de *treasuries* a 5.000 millones de dólares, mientras mantiene

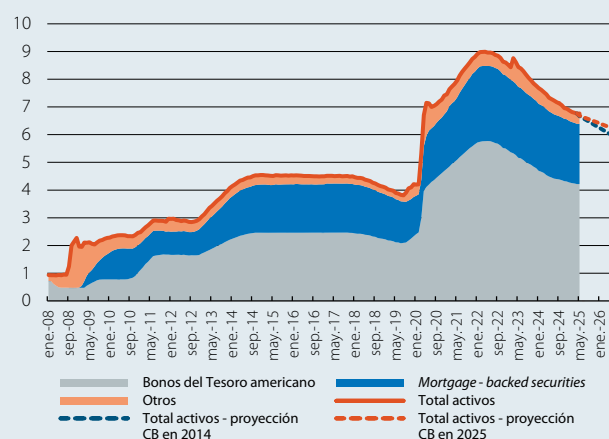
en 35.000 millones el tope para MBS, lo que ha permitido reducir el balance hasta un 28% del PIB. De haberse mantenido el ritmo de reducción anunciado en junio del año pasado, nuestras estimaciones apuntaban que, para finales de 2025, la Fed podría haberlo reducido hasta situarse alrededor del 25% del PIB. Ahora, a la velocidad en vigor a partir de abril, el balance alcanzaría un nivel similar pero ligeramente superior, cerca del 26% del PIB, y para alcanzar los niveles anteriormente estimados, necesitaría al menos unos seis meses adicionales.

### ¿Hasta cuándo puede durar el proceso?

Hasta ahora, los mercados han absorbido el QT y el cambio en su intensidad sin disfunciones ni turbulencias. Sin embargo, el principal riesgo radica en que la Fed retire más liquidez de la deseada, lo que podría generar episodios de estrés financiero. El objetivo de la Fed es reducir el balance hasta alcanzar un nivel de reservas «amplias», esto es, no tan abundantes como en el pasado, pero suficientes para garantizar que el sistema financiero opere sin restricciones de liquidez y que el tipo de interés efectivo de los fondos federales (EFFR, por sus siglas en inglés) no sea excesivamente sensible a variaciones diarias en el nivel de reservas. Este nivel de equilibrio, difícil de estimar con precisión, se identifica más por sus efectos que por una medida concreta, por lo que la Fed recurre a diversos indicadores para valorar que el volumen de liquidez es el adecuado.

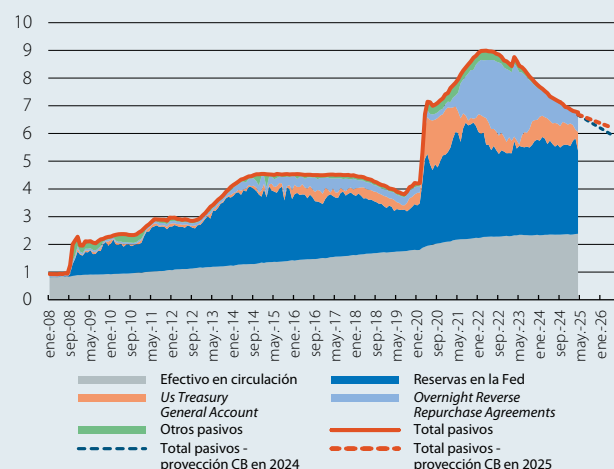
Uno de los indicadores es la elasticidad del EFFR respecto a las reservas, es decir, cuánto varía el tipo de interés ante cambios en la cantidad de reservas. Cuando la elasticidad

**Fed: activos en su balance**  
(Billones de dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed y previsiones propias.

**Fed: pasivos en su balance**  
(Billones de dólares)



1. Véase el Focus «Balances: la normalización no tan visible de la política monetaria» en el IM11/2024.

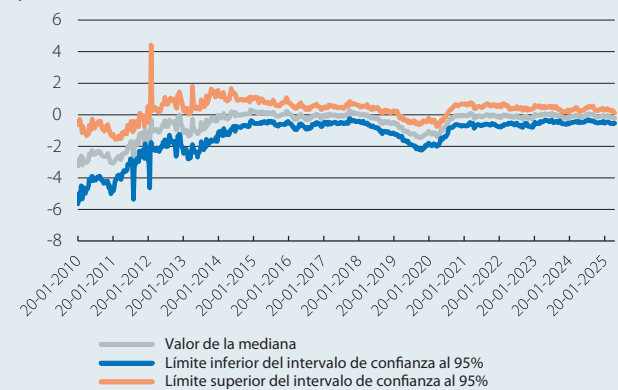
2. Cuando la Fed compra activos financieros, paga creando reservas nuevas que se depositan en las cuentas de los vendedores en la Fed, aumentando así la liquidez del sistema. En su balance, esos activos se reflejan como activos para la Fed y las reservas creadas como pasivos. Cuando la Fed vende o deja vencer esos activos, no recibe un ingreso en efectivo, sino que disminuye el saldo de las reservas, reduciendo la liquidez.

es alta (que, para una curva de demanda, implica que se va a terreno más negativo), pequeñas variaciones en las reservas tienen un mayor efecto sobre el EFR, lo que dificulta el control de la Fed sobre los tipos y, por tanto, la implementación de su política monetaria. Por el contrario, si la elasticidad es cercana a cero, el EFR apenas cambia, incluso con grandes variaciones en las reservas. Actualmente, estamos en este segundo caso (véase el segundo gráfico), con reservas abundantes y necesidades de liquidez cubiertas. Idealmente, el QT terminaría cuando la elasticidad pase de casi cero a ligeramente negativa. Sin embargo, es difícil identificar ese punto, ya que a través del tiempo se producen cambios tanto en la demanda como en la oferta de reservas que escapan al control de la Fed.

Una segunda medida es la cantidad de reservas que instituciones financieras no bancarias mantienen a través de operaciones de financiación a un día denominadas ONRRP.<sup>3</sup> Con el inicio del nuevo ciclo de subidas de tipos, la Fed hizo uso del ONRRP para incentivar a dichas entidades a depositar su exceso de liquidez, en lugar de ofrecerlo en el mercado, lo que presionaba a la baja el EFR y dificultaba la implementación de la política monetaria. Al ofrecer un tipo de interés atractivo en las ONRRP, la Fed consiguió que aparcaran su liquidez, convirtiendo ese tipo en un *lower bound* para el EFR. Como muestra el primer gráfico, esta ha sido la principal partida de pasivos reducida desde el inicio del QT, bajando de 2,5 billones de dólares en junio de 2022 a 632.000 millones, acercándose a niveles prepandemia.<sup>4</sup> Cuando las entidades no bancarias no tengan exceso de liquidez, el ONRRP se reducirá a cero, y el QT drenará reservas directamente de los bancos, lo que podría empezar a mover la elasticidad de las reservas de cero a terreno negativo.

Sobre la base de estos indicadores, desde la Fed se ha sugerido que unas reservas totales del 10%-11% del PIB<sup>5</sup> serían un buen punto de llegada, y actualmente están cerca del 13%. Si asumimos que la Fed mantiene el ritmo de reducción actual, las reservas llegarían al 10%-11% a partir del 2T 2026, por lo que, en ausencia de fricciones de liquidez, la Fed tiene luz verde para proseguir con la reducción del balance durante el próximo año.

### Elasticidad de la demanda de reservas (p. b.)



**Nota:** Estimaciones diarias en tiempo real de la pendiente de la curva de demanda de reservas utilizando la metodología descrita por Afonso, Giannone, La Spada y Williams (2022, revisada en 2024). La elasticidad indica cuántos p. b. se moverían el diferencial entre el EFR y la tasa IORB ante un aumento de reservas equivalente al 1% de los activos totales de los bancos.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de la Fed de Nueva York.

### ¿Por qué la Fed modera la velocidad del QT?

Conforme la Fed se acerca al nivel de llegada deseable, pero, como hemos visto, sin una medida exacta para saber cuándo detener el QT, prefiere ir más lento para no someter al sistema financiero a un episodio de estrés de liquidez. El presidente de la Fed Powell lo ha descrito como un avión que, cerca del aterrizaje, baja la velocidad para llegar correctamente a la pista. Y esta prudencia cobra mucha más relevancia en el contexto actual.

Los mercados de deuda soberana en EE. UU. han sido protagonistas de una alta volatilidad debido a la incertidumbre alrededor de la política económica de la Administración Trump. La errática implementación de la imposición de aranceles ha supuesto movimientos de ida y vuelta en las rentabilidades soberanas. Y las dudas acerca de la sostenibilidad fiscal, con un déficit cercano al 7% del PIB y sin vistas de corregirse de forma material, han supuesto una presión adicional sobre los tipos soberanos, que ya tuvo su primer impacto con una subasta débil de títulos a 20 años a mediados de mayo. Retirar bruscamente a la Fed como comprador importante de *treasuries* supone un riesgo adicional a la estabilidad financiera que, aunque la Fed no reconozca explícitamente, querrá sin duda evitar.

Antonio Marta Miranda e Isabela Lara White

3. Las operaciones ONRRP (*Overnight Reverse Repurchase Agreements*) son acuerdos a un día en los que la Fed toma dinero prestado ofreciendo valores como garantía, para reducir liquidez del sistema financiero.

4. Las demás cuentas de pasivos se han mantenido relativamente estables: las reservas bancarias que los bancos mantienen en depósitos en la Fed pasaron de 3,1 billones de dólares a 3 billones, los dólares en efectivo que hay en circulación (billetes y monedas) aumentaron de 2,3 a 2,4 billones; y la cuenta del Tesoro de EE. UU. en la Fed (TGA, por sus siglas en inglés), pasó de 800 a 700 mil millones.

5. Waller, Christopher. «A Conversation with Federal Reserve Governor Christopher Waller». The Brookings Institute, 2024.

**Tipos de interés (%)**

|                                    | 31-mayo | 30-abril | Variación mensual<br>(p. b.) | Variación acum.<br>en 2025 (p. b.) | Variación interanual<br>(p. b.) |
|------------------------------------|---------|----------|------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|
| <b>Eurozona</b>                    |         |          |                              |                                    |                                 |
| Refi BCE                           | 2,40    | 2,40     | 0                            | -75,0                              | -210,0                          |
| Euríbor 3 meses                    | 2,00    | 2,16     | -16                          | -71,9                              | -175,7                          |
| Euríbor 12 meses                   | 2,09    | 2,05     | 4                            | -37,0                              | -160,0                          |
| Deuda pública a 1 año (Alemania)   | 1,77    | 1,75     | 2                            | -47,1                              | -158,9                          |
| Deuda pública a 2 años (Alemania)  | 1,78    | 1,69     | 9                            | -30,6                              | -120,4                          |
| Deuda pública a 10 años (Alemania) | 2,50    | 2,44     | 6                            | 13,3                               | -1,2                            |
| Deuda pública a 10 años (España)   | 3,09    | 3,11     | -2                           | 3,1                                | -15,0                           |
| Deuda pública a 10 años (Portugal) | 2,98    | 3,00     | -3                           | 12,7                               | -13,6                           |
| <b>EE. UU.</b>                     |         |          |                              |                                    |                                 |
| Fed funds (límite inferior)        | 4,25    | 4,25     | 0                            | 0,0                                | -100,0                          |
| SOFR 3 meses                       | 4,32    | 4,27     | 6                            | 1,9                                | -101,4                          |
| Deuda pública a 1 año              | 4,10    | 3,85     | 25                           | -4,4                               | -99,4                           |
| Deuda pública a 2 años             | 3,90    | 3,60     | 29                           | -34,4                              | -82,5                           |
| Deuda pública a 10 años            | 4,40    | 4,16     | 24                           | -16,9                              | 12,5                            |

**Spreads de deuda corporativa (p. b.)**

|                               | 31-mayo | 30-abril | Variación mensual<br>(p. b.) | Variación acum.<br>en 2025 (p. b.) | Variación interanual<br>(p. b.) |
|-------------------------------|---------|----------|------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|
| Itraxx Corporativo            | 58      | 68       | -11                          | 0,1                                | 5,8                             |
| Itraxx Financiero Sénior      | 62      | 73       | -11                          | -2,0                               | 3,2                             |
| Itraxx Financiero Subordinado | 107     | 129      | -21                          | -5,0                               | 2,5                             |

**Tipos de cambio**

|                            | 31-mayo | 30-abril | Variación mensual<br>(%) | Variación acum.<br>en 2025 (%) | Variación interanual<br>(%) |
|----------------------------|---------|----------|--------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| EUR/USD (dólares por euro) | 1,135   | 1,133    | 0,2                      | 9,6                            | 4,4                         |
| EUR/JPY (yenes por euro)   | 163,460 | 162,010  | 0,9                      | 0,4                            | -3,7                        |
| EUR/GBP (libras por euro)  | 0,843   | 0,850    | -0,8                     | 1,9                            | -0,8                        |
| USD/JPY (yenes por dólar)  | 144,020 | 143,070  | 0,7                      | -8,4                           | -7,7                        |

**Materias primas**

|                               | 31-mayo | 30-abril | Variación mensual<br>(%) | Variación acum.<br>en 2025 (%) | Variación interanual<br>(%) |
|-------------------------------|---------|----------|--------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| Índice CRB de materias primas | 555,0   | 547,6    | 1,4                      | 3,5                            | 2,0                         |
| Brent (\$/barril)             | 63,9    | 63,1     | 1,2                      | -14,4                          | -18,5                       |
| Oro (\$/onza)                 | 3.289,3 | 3.288,7  | 0,0                      | 25,3                           | 39,7                        |

**Renta variable**

|                         | 31-mayo  | 30-abril | Variación mensual<br>(%) | Variación acum.<br>en 2025 (%) | Variación interanual<br>(%) |
|-------------------------|----------|----------|--------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| S&P 500 (EE. UU.)       | 5.911,7  | 5.569,1  | 6,2                      | 0,5                            | 10,4                        |
| Eurostoxx 50 (eurozona) | 5.366,6  | 5.160,2  | 4,0                      | 9,6                            | 6,6                         |
| Ibex 35 (España)        | 14.152,2 | 13.287,8 | 6,5                      | 22,1                           | 24,7                        |
| PSI 20 (Portugal)       | 7.388,5  | 6.992,3  | 5,7                      | 15,9                           | 8,2                         |
| Nikkei 225 (Japón)      | 37.965,1 | 36.045,4 | 5,3                      | -4,8                           | -1,4                        |
| MSCI emergentes         | 1.157,3  | 1.112,8  | 4,0                      | 7,6                            | 8,9                         |

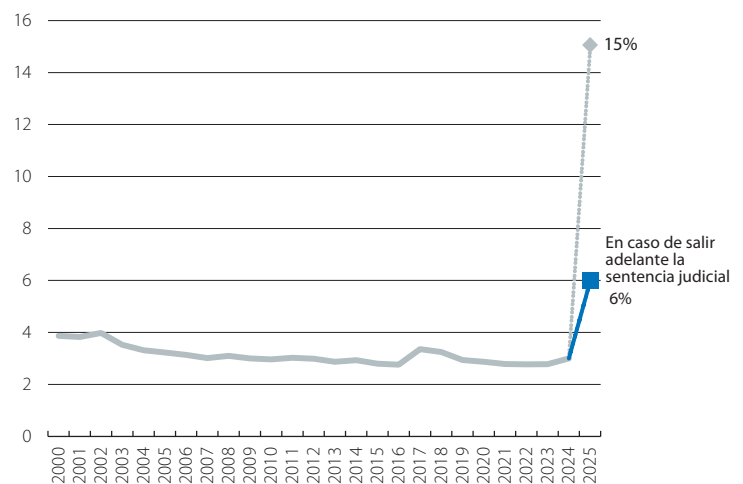
## Los anuncios de Trump restan protagonismo a los indicadores económicos

**Negociaciones abiertas sobre aranceles pero con nuevos frentes de incertidumbre.** Después de la escalada sin precedentes entre China y EE. UU. que llevó a los aranceles recíprocos muy por encima del 100%, ambos países acordaron el 12 de mayo una rebaja sustancial de los mismos durante 90 días y el inicio de negociaciones (véase el Focus «¿Dónde estamos y hacia dónde vamos con los aranceles de EE. UU.?» en este mismo informe). Las tensiones continúan, sin embargo, no solo con China sino también con la UE, que se vio sorprendida con el anuncio de un arancel del 50% que, finalmente, se aplazó al 9 de julio, tras el compromiso europeo de acelerar las conversaciones. A la incertidumbre sobre el impacto económico de los aranceles y el desenlace de las negociaciones comerciales, se han sumado ahora las dudas legales sobre las medidas adoptadas por Trump desde febrero. El 28 de mayo, el Tribunal de Comercio Internacional de EE. UU. determinó que Trump carecía de la autoridad para incrementar de forma general el proteccionismo sobre Canadá, México y China, así como para imponer el arancel universal y los «recíprocos» anunciados el pasado 2 de abril. Por el momento, tendremos que esperar al desenlace, ya que una instancia federal ha aceptado el recurso del Gobierno y los aranceles permanecen vigentes hasta que se tome una decisión en firme (no antes del 9 de junio). Además, Trump decretó la duplicación del arancel sobre el aluminio y el acero hasta el 50% a partir del 4 de junio. La discusión sobre el futuro de las finanzas públicas sigue muy de cerca todos estos desarrollos, ya que la incertidumbre también afecta a los planes de Trump de usar la recaudación por aranceles para financiar su plan de rebajas fiscales. El Congreso aprobó el conocido como *The One Big Beautiful Bill Act*, que incluye extensiones de recortes fiscales, nuevas exenciones y recortes en programas sociales y que podría suponer un coste de 2,5 billones de dólares en la próxima década.

**Alemania lideró el crecimiento en el inicio del año.** La revisión de las cifras del PIB del 1T muestra una composición dispar por países. Alemania revisó su crecimiento al 0,4% intertrimestral, frente al 0,2% inicial, e Italia confirmó el 0,3%. Ambos países basan su crecimiento en la demanda interna, con un sector exterior beneficiado por el empuje de las exportaciones (+3,2% y +2,8% intertrimestral, respectivamente) por un efecto «anticipación» a los aranceles. En Francia, que apenas creció un 0,1%, solo los inventarios aportaron al crecimiento (+1,0 p. p.) en un contexto de caída del consumo privado (-0,2%) y de las exportaciones (-1,8%). Los indicadores mensuales ya apuntaban, en cierto modo, a esta estructura de crecimiento. La producción industrial de la eurozona creció en marzo un 2,6% intermensual, gracias al empuje de Alemania (3,5%). En Francia e Italia, la producción industrial prácticamente se estancó en marzo. El repunte de los pedidos industriales en Alemania, especialmente los extranjeros (3,6% y 4,7%, respectivamente), no se aprecia en Francia ni en Italia. Las ventas minoristas también muestran una reactivación en marzo en Alemania (+0,4% intermensual), mientras que en Francia e Italia siguen débiles (-0,1% y -0,3%, respectivamente). En Francia se aprecia una reactivación de las exportaciones de bienes (+5,6%), en Alemania mantienen el ritmo de avance (+1,2%) y en Italia descienden (-1,0%).

**Este patrón de comportamiento no es sostenible y se debe a un efecto anticipación que revertirá en los próximos meses.** El indi-

### EE. UU.: arancel efectivo aplicado (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la WTO, la US ITC, la Casa Blanca y cálculos propios.

### Eurozona: inflación general

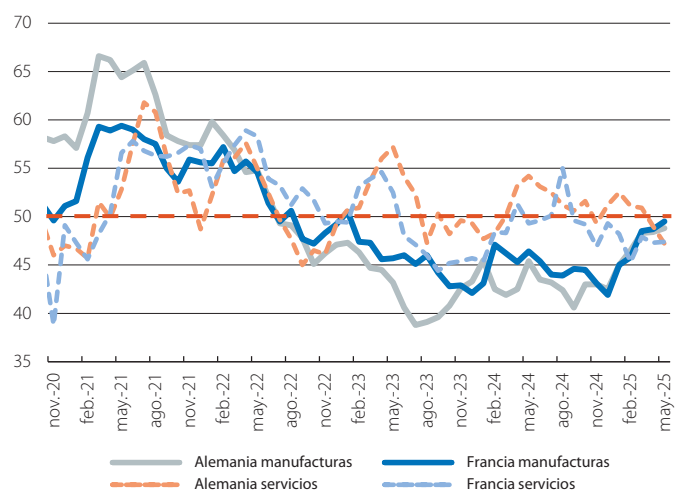
Variación interanual (%)



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

### Eurozona: PMI por componentes

Índice (>50 expansión; <50 contracción)



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

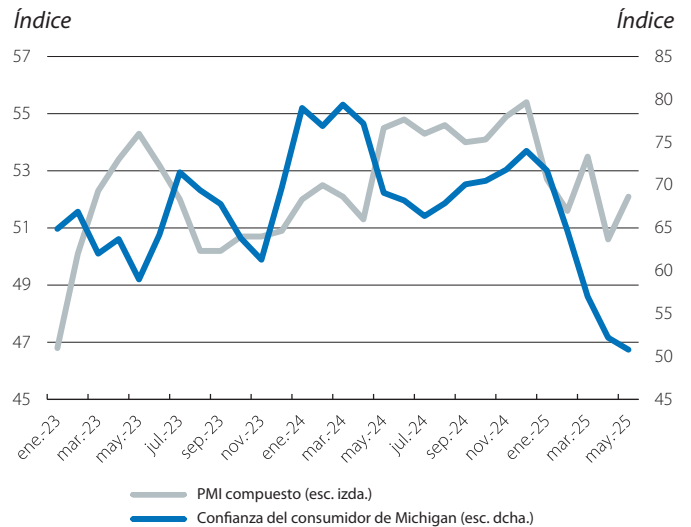
ce PMI de clima empresarial de la eurozona apunta a un 2T de pérdida de empuje (49,5 en mayo vs. 50,4 en el 1T), debido al freno de la actividad en servicios (48,9 vs. 51,0 en el 1T), mientras que las manufacturas resisten algo mejor (49,4 vs. 47,6). El índice de sentimiento económico de la Comisión Europea subió 1 punto en mayo, hasta 94,8, pero todavía está por debajo del umbral de 100. La confianza del consumidor en la eurozona se mantiene entre los niveles más bajos de los últimos dos años, pese a la resiliencia del mercado de trabajo (la tasa de paro cayó en abril a mínimos históricos del 6,2%). La inflación general se moderó en mayo 0,3 p. p., hasta el 1,9%, con una inflación núcleo que desciende 0,4 p. p., hasta el 2,3%, gracias al abaratamiento de los servicios (-0,8 p. p., hasta el 3,2%). En balance, los indicadores apuntan a una economía bastante débil sin presiones inflacionistas.

**Señales mixtas en EE. UU. de cara al 2T, tras caer en el 1T.** Se confirmó que el PIB cayó un 0,1% intertrimestral en el 1T, debido principalmente al fuerte aumento de las importaciones (más del 9%). De cara al 2T, las señales son mixtas en un contexto de elevada incertidumbre por la política arancelaria de Trump. El mercado laboral mantiene su fortaleza: en abril, la tasa de desempleo se mantuvo en el 4,2% y se crearon 170.000 empleos no agrícolas, por encima de la media de los tres meses previos. No obstante, el consumo muestra señales de debilidad. Las ventas minoristas crecieron apenas un 0,1% en abril, tras un repunte del 1,7% en marzo, volatilidad que refleja el adelanto en el consumo previo a los aranceles. Además, la confianza del consumidor se deteriora: el índice de Michigan cayó a mínimos de tres años y el de la Conference Board sigue en niveles bajos. En el ámbito empresarial, la tregua comercial de 90 días con China permitió cierto alivio: el PMI subió en mayo 1,5 puntos, hasta 52,1, frente a una media del 52,6 en el 1T. Sin embargo, este repunte se explica en gran parte por un aumento récord en los inventarios, ante el temor de escasez futura por los aranceles, manteniendo las dudas sobre la debilidad en la industria, cuya producción se estancó en abril, tras caer un 0,3% en marzo.

**Los riesgos para la inflación estadounidense se concentran al alza.** Hasta el momento, el impacto de la subida de aranceles sobre los precios finales ha sido limitado. En abril, la inflación general cayó 0,1 p. p., hasta el 2,3%, gracias al abaratamiento de la energía, mientras que la núcleo se mantuvo en el 2,8%. Sin embargo, los componentes de precios de los indicadores de clima y sentimiento económico alertan del riesgo de futuras subidas. Los empresarios informaron en mayo del mayor incremento de precios desde agosto de 2022. También las expectativas de inflación de los consumidores son elevadas: la encuesta de la Universidad de Michigan de mayo situó la inflación esperada a un año en máximos desde 1981.

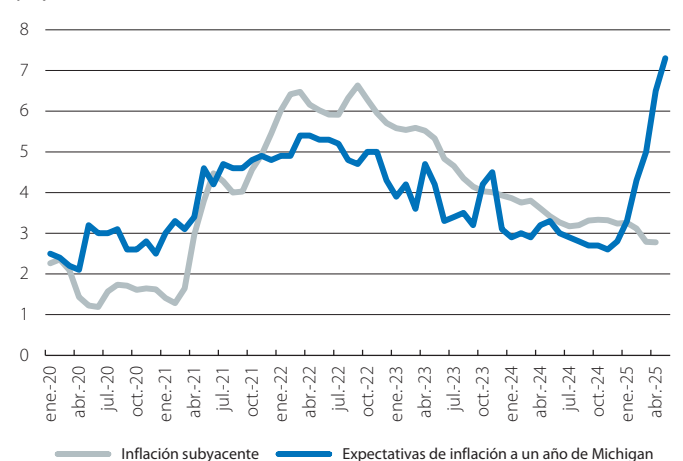
**La economía china muestra señales de enfriamiento en el inicio del 2T.** Después de crecer un 1,2% intertrimestral en el 1T, los indicadores disponibles apuntan a una ralentización generalizada de la actividad en los inicios del 2T. En abril, la producción industrial creció un 6,1% interanual (vs. 7,7% en marzo), las ventas minoristas un 5,1% (vs. 5,9%) y la inversión en zonas urbanas mantuvo ritmos en torno al 4,0%. La confianza de los empresarios y consumidores también se resiente: en abril, el PMI manufacturero cayó 1,5 puntos, hasta 49,0, mientras que el PMI de servicios sigue prácticamente estancado (50,1 vs. 50,3). Las exportaciones crecieron un 8,1% interanual (vs. 12,4%), gracias al éxito de la estrategia de «rotación» de China hacia sus vecinos del sudeste asiático como mercados alternativos a EE. UU. Sin embargo, las tensiones comerciales persisten y se espera que los avances en las negociaciones sean lentos.

## EE. UU.: índices de confianza



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Universidad de Michigan y de S&P Global.

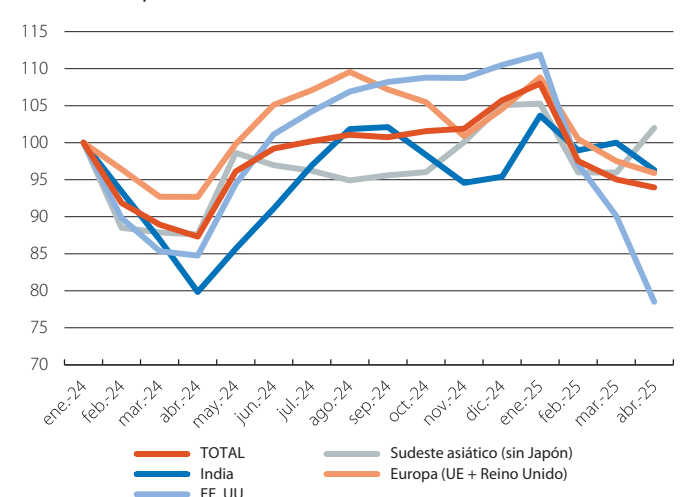
## EE. UU.: inflación subyacente y expectativas de inflación



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Universidad de Michigan y la Bureau of Labor Statistics.

## China: exportaciones de bienes

Índice (100 = promedio de 3 meses; enero de 2024)



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

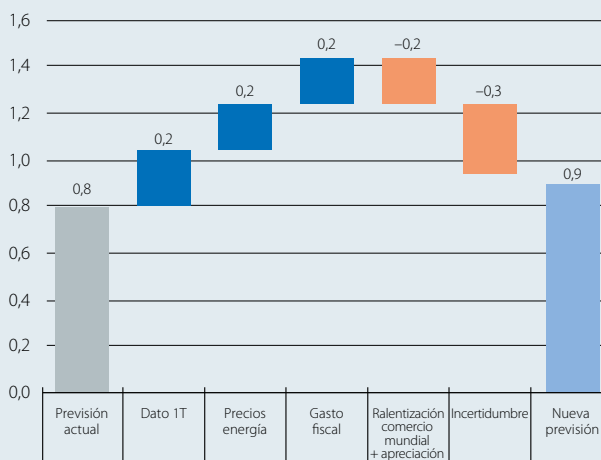
## El mundo sigue pendiente de los aranceles de Trump

Los meses transcurridos desde nuestra anterior revisión del escenario económico-financiero internacional han sido especialmente intensos a ambos lados del Atlántico. En Europa, a mediados de marzo, Alemania dio un giro a su tradicional política de austeridad fiscal, modificando la constitución para «suavizar» el freno de deuda instaurado en 2009 y aprobando un plan de infraestructuras para los próximos 12 años valorado en 500.000 millones de euros. Durante las mismas fechas, obligada por la postura de la nueva Administración Trump respecto a su papel en la OTAN, la Comisión Europea presentó el plan *ReArm Europe*, que incluía un paquete de medidas por valor de 800.000 millones de euros para impulsar el gasto en defensa durante los próximos cuatro años, y que espera a ser aprobado en el Consejo Europeo de finales de junio.

Sin embargo, la economía mundial se vio sacudida el 2 de abril por el denominado *Liberation Day*, día en el que Trump anunció un arancel universal del 10% y medidas proteccionistas adicionales sobre un conjunto de países a través de los mal llamados aranceles «recíprocos». La contundente reacción de los mercados a estos planes (caída de las bolsas, aumento de la rentabilidad del *treasury* y depreciación del dólar) condicionó que, apenas una semana después, Trump aplazara la entrada en vigor de las medidas más duras durante 90 días, si bien esta tregua ha convivido durante unas semanas con una escalada sin precedentes con China que ha llevado al arancel promedio efectivo aplicado por EE. UU. a cerca del 15%, frente al 2,5% vigente en 2024 (véase el Focus [«¿Dónde estamos y hacia dónde vamos con los aranceles de EE. UU.?»](#) en este mismo *Informe Mensual*).

En nuestra revisión del escenario internacional, mantenemos el supuesto de que el arancel bilateral entre EE. UU. y la UE será del 10%. Pese a los vaivenes de las últimas semanas, nos sigue pareciendo un supuesto razonable, ya que es un arancel lo suficientemente alto como para ejercer presión, pero sin provocar represalias a gran escala de la UE, evitando así escenarios mucho más adversos en ambas economías. Por otro lado, mantenemos también el supuesto de que los aranceles entre EE. UU. y China lleguen a un nivel del 60% en 2025 (un aumento de 45 p. p. respecto a diciembre de 2024), pero ahora esta subida no se llevaría a cabo de forma tan gradual como pensábamos y la incertidumbre que rodea al proceso de negociación es mucho más elevada. En este contexto, e incorporando también el impulso fiscal en Alemania y los planes de defensa de la UE, anticipamos que el euro estará un 8% más apreciado frente al dólar que lo esperado hace unos meses (1,14 euros/dólares a final de este año, nivel en torno al cual se mantendría durante 2026), mientras que, con mayores riesgos de ralentización en la economía global y una elevada oferta mundial, el precio del crudo y del gas

### Eurozona: previsión de crecimiento en 2025



Fuente: CaixaBank Research.

será sensiblemente inferior (hasta finales de 2026, el precio del barril de Brent oscilará en un rango entre 62 y 65 dólares y el del gas entre 30 y 35 euros el MWh). En general, los riesgos para el crecimiento se mantienen a la baja, condicionados por el resultado de la negociación arancelaria de EE. UU. y la respuesta de sus socios comerciales.

### La eurozona, entre el impacto de los aranceles y la expectativa del impulso fiscal

La economía europea sorprendió positivamente en el 1T del año, lo que ha generado un «efecto arrastre» al alza de más de 0,2 p. p. para las previsiones de crecimiento de la eurozona en 2025. Este empuje se vería reforzado con los planes de impulso fiscal anunciados en marzo, si bien nuestro supuesto de partida, ante la ausencia de un calendario concreto, es que su implementación será muy gradual, con apenas impacto hasta el próximo año. Estimamos que el impulso al crecimiento de la eurozona y de Alemania sería de algo más de 0,1 p. p. en 2025, pudiendo superar en 2026 los 0,2 p. p. en la eurozona y cerca de 0,5 p. p. en Alemania. Por último, unos precios de la energía sustancialmente inferiores a lo previsto (junto a la apreciación del euro) también sostendrán el crecimiento, sobre todo en aquellas economías más intensivas en el uso de combustibles fósiles.

Por el lado negativo, buena parte del crecimiento registrado en el 1T 2025 parece explicarse por el impulso exportador del «efecto anticipación» a los aranceles de Trump, por lo que es previsible que asistamos a una corrección en sentido contrario en los próximos trimestres. El contexto exterior para la economía europea es hoy menos favorable, con la entrada en vigor del arancel universal del 10%, riesgos de menor crecimiento global y el mantenimiento de una elevada incertidumbre, a lo que se suma una mayor fortaleza de la prevista en la cotización del euro.

En balance, la economía de la eurozona mostrará una significativa atonía y no remontará hasta el 4T 2025, lo que sesga a la baja la previsión de crecimiento para 2026. Así, revisamos al alza 1 décima el crecimiento en 2025 hasta el 0,9%, pero recortamos 2026 en 0,3 p. p., hasta el 1,1%, a pesar del efecto positivo del impulso fiscal. En inflación, las sorpresas a la baja en el inicio de año, sumadas a un escenario energético más favorable y a un euro más fuerte, aconsejan una revisión a la baja de la inflación general en 2025 de 0,4 p. p., hasta el 2,0%, pero sin cambios significativos en la estimación de 2026, que mantenemos en el 1,9%. Las previsiones para la inflación núcleo apenas se modifican y seguimos apostando por un 2,2% en 2025 y un 1,9% en 2026. En este contexto, mantenemos sin cambios nuestro escenario para el BCE: anticipamos dos recortes más en el tipo *depo* este año, hasta el 1,75% en diciembre.

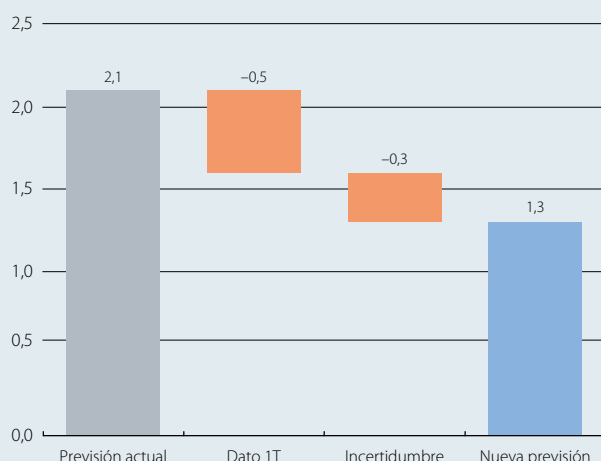
### EE. UU. decepciona en el inicio del año a consecuencia de sus propios aranceles

El impacto negativo de los aranceles sobre la actividad de EE. UU. se ha dejado sentir incluso antes de lo que esperábamos. A pesar de la resistencia de la demanda doméstica, el PIB retrocedió un 0,1% en el 1T 2025 por un aumento notable de las importaciones como anticipación a las medidas proteccionistas, generando un efecto arrastre a la baja importante para el crecimiento de 2025 (casi -0,5 p. p.). Si bien es cierto que esperamos que una parte de este retroceso se revierta en el 2T 2025, el efecto de los aranceles ya en vigor y la persistencia de la incertidumbre lastrarán la actividad económica, que prácticamente se estancará en la segunda mitad del año. En consecuencia, recortamos el crecimiento previsto en 2025 y 2026 en 0,8 p. p. y 0,3 p. p., respectivamente, hasta un 1,3% en ambos años.

En materia de inflación, esperamos un escenario con un menor incremento de los precios debido a las sorpresas a la baja en el inicio de año, la expectativa de menores costes energéticos y el impacto de una mayor desaceleración económica. Así, revisamos a la baja en 0,2 p. p. la previsión de inflación para 2025 hasta el 2,9% y 1 décima hasta el 2,6% en 2026. En el componente subyacente, mantenemos la previsión para 2025 en el 3,3% por la presión de los aranceles sobre los precios de los bienes y la persistencia de la inflación en servicios, y reducimos en 0,2 p. p., hasta el 3,0%, la previsión en 2026 por el menor impulso del consumo privado.

En este contexto, hemos ajustado ligeramente nuestras expectativas de tipos para la Fed, en las que seguimos esperando una bajada adicional en 2025 hasta el rango del 4,00%-4,25%, e incorporamos tres recortes más en 2026 (en lugar de uno previamente) hasta el 3,25%-3,50% en diciembre del próximo año.

### EE. UU.: previsión de crecimiento en 2025



Fuente: CaixaBank Research.

### China busca contrarrestar el impacto de los aranceles con nuevos estímulos

El efecto anticipación a los aranceles tuvo también un impacto significativo en el comportamiento de la economía china en el 1T 2025, con un crecimiento del 1,2% impulsado por el aumento de las exportaciones. Esperamos que este efecto sea transitorio y, de hecho, las perspectivas para los próximos trimestres se han deteriorado sustancialmente debido al impacto de la escalada proteccionista con EE. UU. Es cierto que la tregua de 90 días alcanzada a mediados de mayo ha alejado, de momento, los escenarios más adversos (un práctico *decoupling* entre ambas economías), pero el incremento de aranceles ha sido más rápido de lo que esperábamos en nuestro escenario previo.

Hasta el momento, China ha sido capaz de «reorientar» su comercio hacia otros destinos (principalmente, países asiáticos) para compensar la caída de exportaciones a EE. UU. y es bastante factible que este comportamiento continúe en los próximos meses. Sin embargo, la debilidad de su demanda interna hace difícil que esta pueda tomar el relevo de forma sostenida en ausencia de estímulos fiscales más orientados a impulsar el gasto de las familias y no tan centrados en políticas de oferta, como hasta ahora. Con todo, creemos que las medidas fiscales y monetarias implementadas limitarán el impacto negativo de la guerra comercial, lo que nos lleva a revisar levemente a la baja nuestras previsiones de crecimiento para China, 1 décima en 2025 hasta el 4,1% y 0,2 p. p. menos en 2026 hasta el 3,7%.

Rita Sánchez Soliva

## ¿Dónde estamos y hacia dónde vamos con los aranceles de EE. UU.?

Las órdenes ejecutivas de Trump a principios de febrero penalizando las importaciones de Canadá, México y China dieron el pistoletazo de salida a la saga arancelaria, que continuó en marzo con medidas proteccionistas globales sobre el acero, el aluminio y el sector auto. El punto álgido se alcanzó el 2 de abril, bajo la etiqueta oficial del *Liberation Day* y con una escenografía inolvidable –ya casi icónica– para presentar los mal llamados aranceles «recíprocos». Tras un periodo de escalada sin precedentes entre China y EE. UU., la situación actual se caracteriza por una pausa generalizada hasta verano de las medidas más gravosas adoptadas en los últimos meses, aunque repleta de incertidumbre, ahora también en el plano judicial. En el contexto de nuestra revisión del escenario económico internacional (véase [«El mundo sigue pendiente de los aranceles de Trump»](#) en este mismo *Informe Mensual*), el objetivo de este artículo es doble, aclarar, por un lado, la política arancelaria actual de EE. UU. y, por otro lado, resumir la respuesta de sus principales socios comerciales y de las negociaciones en curso.

### Nivel actual de los aranceles tras la tormenta del 2 de abril...

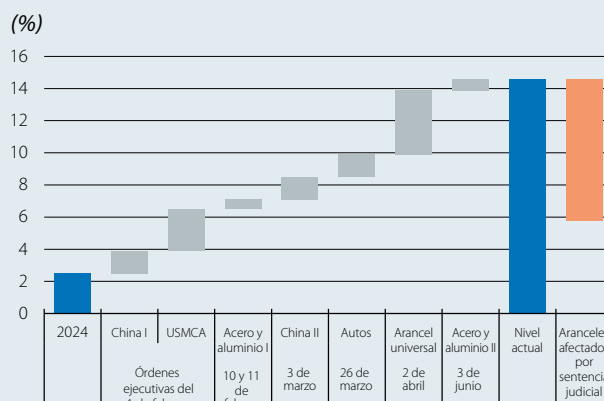
Después de las idas y venidas con los anuncios, suspensiones y exenciones por parte de la Administración Trump, estimamos que el valor promedio del arancel aplicado por EE. UU. habría aumentado algo más de 12 p. p. en lo que llevamos de 2025, situándose cerca del 15% (véase el primer gráfico). Estos niveles multiplican por cinco los vigentes desde el inicio de la escalada proteccionista en 2018 y se sitúan en valores desconocidos desde los años cuarenta del pasado siglo.<sup>1</sup> Sin embargo, podemos decir que, por el momento, hemos esquivado una situación más adversa, ya que el valor actual es significativamente inferior al que se habría derivado de la aplicación íntegra de las medidas anunciadas el 2 de abril<sup>2</sup> y al alcanzado una semana después en plena guerra comercial con China, en el que los aranceles mutuos superaron ampliamente el 100%. Como ingrediente adicional de incertidumbre, una sentencia reciente del Tribunal de Comercio Internacional de EE. UU. ha añadido dudas sobre la legalidad de las medidas generales aplicadas a los socios comerciales, que estimamos afectarían al equivalente de 9 p. p. del arancel promedio. Por el momento, una apelación del Gobierno mantiene las condiciones actuales en vigor a falta de una decisión en firme.

Por país de origen, cabe hacer una diferenciación en el tratamiento general que reciben los productos de tres áreas económicas. En primer lugar, las importaciones desde Canadá y México están sujetas desde principios de marzo a un arancel del 25%, que cuenta con una serie de excepciones, incluyendo el 10% sobre los productos energéticos canadienses, así

1. Véase Martínez-García, E. y Sposi, M. (2025). «U.S. tariff outcomes dependent on trading partner responses». Reserva Federal de Dallas.

2. Véase la Nota Breve [«Valoración del anuncio de aranceles recíprocos en Estados Unidos»](#) publicada el 4 de abril de 2025 en CaixaBank Research.

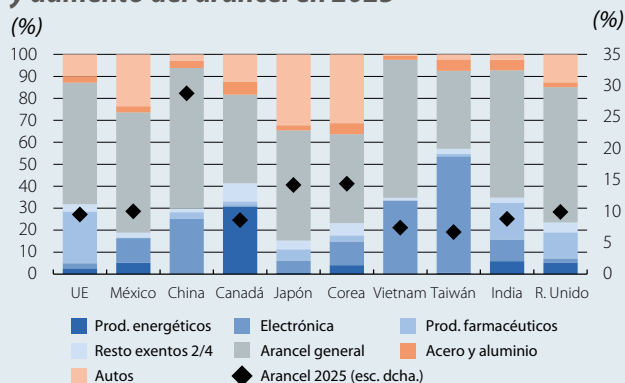
### Arancel promedio sobre las importaciones de EE. UU.



**Nota:** Autos incluye automóviles, partes y accesorios; asumimos que actualmente un 60% de las exportaciones de Canadá y México cumple con los requisitos del USMCA.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de COMTRADE.

### Composición de las importaciones de EE. UU. desde los 10 principales socios comerciales y aumento del arancel en 2025



**Nota:** Electrónica incluye productos electrónicos de consumo y semiconductores; resto exentos cubre otros productos no sujetos al arancel universal del 2 de abril; autos incluye automóviles, partes y accesorios.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de COMTRADE.

como todas aquellas mercancías que cumplan con los requisitos del acuerdo comercial tripartito con EE. UU. (USMCA, por sus siglas en inglés), que de inicio se estimaba en torno al 50% y que estaría aumentando de forma progresiva.<sup>3</sup> En segundo lugar, tras la desescalada de mediados de mayo, el arancel general para las importaciones desde China acumula desde principios de febrero un incremento de 30 p. p.,<sup>4</sup> que se sumarían al 10%-15% vigente durante la Administración Biden.<sup>5</sup> Y, por último, en tercer lugar, tras la suspensión por 90 días de los aranceles «recíprocos», el resto del mundo ha quedado sujeto al incremento de 10 p. p. universal anunciado el

3. Una buena parte de las mercancías no cumplía los requisitos documentales del USMCA al estar sujeta a aranceles muy bajos fuera del tratado, por lo que el porcentaje de cumplimiento podría elevarse a finales de año hasta un 90%.

4. A los tres incrementos generales de 10 p. p., habría que añadir un arancel del 54% (con un mínimo de 100 dólares) para los envíos postales de mercancías desde China con un valor de hasta 800 dólares.

5. Véase Flaaen, A., Langemeier, K. y Pierce, J. (2021). «Factors Affecting Recent U.S. Tariffs on Imports from China». Reserva Federal.

2 de abril, que supone un cambio sustancial respecto a la prevalencia previa de tratamiento de nación más favorecida, con un arancel promedio del 2%-3%.<sup>6</sup>

Hay también especificaciones sectoriales que son relevantes según el perfil de especialización exportadora de los diferentes socios comerciales (véase el segundo gráfico). Por el lado de lo que está vigente, a mediados de marzo entró en efecto un arancel del 25% sobre la importación global de productos del acero y del aluminio, aumentado al 50% en junio, y desde principios de abril un 25% para automóviles, incluidos partes y accesorios.<sup>7</sup> Estas medidas tienen un impacto potencial significativo para economías asiáticas desarrolladas, como Japón y Corea, así como en Alemania e Italia dentro de la UE, mientras que Canadá y México, además de las exenciones generales antes comentadas, también cuentan con una rebaja en el arancel sobre automóviles finales en la parte de la cadena de valor generado en EE. UU. (en torno a un 20%-30%). Y por el lado de lo que quedó exento en la aplicación del arancel universal el 2 de abril,<sup>8</sup> destacan tres sectores relevantes: los productos energéticos, con la exposición concentrada en Oriente Medio y América Latina; semiconductores y tecnología de consumo (teléfonos móviles y ordenadores principalmente), liderados mundialmente por China y con importancia relativa también para otras economías asiáticas como Taiwán, Vietnam y Tailandia; y los productos farmacéuticos, en los que Europa muestra una ventaja competitiva y es una de sus principales líneas exportadoras a EE. UU.

El camino hacia un nuevo equilibrio en las relaciones comerciales con EE. UU.

El momento actual se caracteriza por las negociaciones generales abiertas entre EE. UU. y sus socios comerciales, si bien podemos distinguir estrategias marcadamente diferentes por países, que dan al mismo tiempo pistas de los riesgos de las conversaciones en curso. Así, el rango abarca desde la respuesta contundente de inicio de China a los anuncios del 2 de abril con una escalada sin precedentes de los –esta vez bien denominados– aranceles recíprocos,<sup>9</sup> pasando por los planes contingentes de la UE en forma de listas de productos estadounidenses candidatos a represalias proteccionistas (ahora congeladas) y la intensificación de contactos con socios comerciales alternativos como la

6. Organización Mundial del Comercio (2024). «Country Tariff Profile: United States».

7. En el caso de China, estos aranceles se aplican adicionalmente al incremento general de 20 p. p. acumulado en febrero y marzo, pero no al 25% sobre los productos de Canadá y México.

8. Pero no de las subidas previas a esta fecha sobre China (20 p. p.) y los socios del USMCA (25% general y 10% sobre los productos energéticos de Canadá).

9. La «reciprocidad» de los aranceles supone su aplicación como respuesta a barreras comerciales (arancelarias y/o no arancelarias) impuestas a los productos de un país. Así, los aranceles anunciados el 2 de abril no respondían a esta reciprocidad y solo reflejaban cuantitativamente el déficit comercial bilateral entre EE. UU. y sus socios comerciales. Por el contrario, China sí que ha ido respondiendo con aranceles sobre las importaciones estadounidenses exactamente de la misma magnitud que los aplicados por EE. UU. a los productos chinos.

China: exportaciones por destinos

Variación (%)

|                | Abr. 2025<br>vs. abr. 2024 | 1T 2025<br>vs. 1T 2024 | 2024<br>vs. 2023 | 2022-2024<br>vs. 2016-2018 |
|----------------|----------------------------|------------------------|------------------|----------------------------|
| Total          | 8,1                        | 5,1                    | 5,8              | 53,3                       |
| EE. UU         | -21,0                      | 3,3                    | 4,9              | 23,4                       |
| UE             | 8,2                        | 2,8                    | 3,1              | 39,9                       |
| ASEAN          | 21,0                       | 8,0                    | 12,0             | 93,5                       |
| Vietnam        | 23,0                       | 19,1                   | 17,6             | 104,5                      |
| Malasia        | 14,6                       | 2,9                    | 16,1             | 122,1                      |
| India          | 21,9                       | 14,4                   | 2,4              | 74,4                       |
| Asia           | 14,2                       | 7,0                    | 6,7              | 50,1                       |
| América Latina | 17,1                       | 9,1                    | 13,1             | 95,7                       |
| Brasil         | 3,9                        | -1,0                   | 22,0             | 126,5                      |
| Chile          | 50,2                       | 17,7                   | 5,9              | 44,3                       |
| África         | 25,9                       | 11,1                   | 3,6              | 74,4                       |
| Nigeria        | 45,0                       | 21,7                   | -6,3             | 69,5                       |
| Sudáfrica      | 9,7                        | -4,7                   | -7,8             | 56,9                       |

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

India, hasta el principio de acuerdo que ya ha alcanzado el Reino Unido para definir las relaciones comerciales futuras con EE. UU., aunque con mucho todavía que concretar más allá de beneficios puntuales para algunos sectores.<sup>10</sup>

Gran parte de la atención está centrada hoy en China, que, con una estrategia de confrontación y repuesta de escalada proteccionista, ha logrado un resultado que no está muy alejado de los demás países: ha sorteado los aranceles más punitivos del 2 de abril y cuenta hasta el 12 de agosto para negociar con EE. UU. Aun así, la tregua bilateral no es sinónimo de paz y el nuevo equilibrio hacia donde se mueven las relaciones comerciales entre ambos países es frágil y todavía muy incierto. En primer lugar, dependerá de las negociaciones de EE. UU. con los mayores socios comerciales de China (UE y ASEAN), y en particular de la inclusión de reglas de origen que restrinjan la incorporación de valor añadido en China. En segundo lugar, estará condicionado por la eficacia del redireccionamiento de los flujos comerciales de China hacia otros países –por *rerouting* o por la búsqueda de nuevos mercados, como sucedió en el episodio previo de escalada proteccionista en 2018–.<sup>11</sup> Por el momento, los pocos datos por ahora disponibles parecen confirmar un cambio de destino en las exportaciones chinas. Así, en abril, la caída de las ventas a EE. UU. se ha visto compensada por el aumento de las exportaciones hacia otros destinos, en particular ASEAN, pero también la India, América Latina y África (véase la tabla). En tercer lugar, será relevante el progreso en el cumplimiento de los objetivos principales de la política

10. Por ejemplo, la reducción de aranceles sobre los automóviles, acero y aluminio del Reino Unido hasta una cuota determinada, y en sentido contrario para la carne de vacuno y etanol proveniente de EE. UU.

11. Las exportaciones de China a EE. UU. han aumentado desde 2018 un 20%, cifra que contrasta con el fuerte incremento de las exportaciones a países ASEAN, México y resto de América Latina, que prácticamente se doblaron. En particular, las ventas de China a Vietnam se han más que duplicado en este periodo, al mismo tiempo que las exportaciones de Vietnam a EE. UU. han crecido un 160%, una señal clara de *rerouting* para alcanzar el mercado estadounidense.

proteccionista de la Administración Trump, como la reducción del déficit comercial o el incremento en la recaudación por aranceles. Y, en cuarto lugar, el nuevo equilibrio dependerá de factores como la evolución de la competencia entre ambas potencias, en el ámbito tecnológico o financiero, y la capacidad de la economía china de reequilibrar su modelo de crecimiento. Las dependencias son mutuas y un buen ejemplo es el sector electrónico, en el que China se volvió la primera potencia manufacturera global, pero EE. UU. mantuvo un liderazgo tecnológico destacado.<sup>12</sup>

Un segundo gran foco de atención –también en términos de su contribución al déficit comercial de EE. UU.– es lo que ocurra con las negociaciones abiertas con la UE. La retórica de la Administración Trump ha sido dura desde hace meses y no parece que las conversaciones estén avanzando en la buena dirección, como mostró a finales de mayo la amenaza estadounidense de establecer un arancel del 50% sobre los productos europeos, aunque fuera desactivada a los pocos días. Por si una potencial escalada terminara realizándose, la Comisión Europea ha venido anunciando una serie de medidas de contingencia en forma de listado de productos con origen en EE. UU. que serían objeto de mayores aranceles. El primer paquete, por el momento congelado en el actual contexto negociador, fue la respuesta al establecimiento de un 25% sobre los productos de acero y aluminio, y afectaba a exportaciones estadounidenses por valor de 28.000 millones de euros. El segundo paquete está actualmente sujeto a consulta pública hasta el 10 de junio y tendría un mayor alcance económico, afectando a productos

industriales y agrícolas de EE. UU. hasta 95.000 millones de euros. Entre los factores que condicionarán el resultado de las negociaciones con la UE, aparecen algunos elementos mencionados antes para China, como el cumplimiento de los objetivos generales de las políticas comerciales de Trump y las condiciones de competencia en ambos mercados, pero también hay factores específicos de relevancia. Entre ellos, el tratamiento de EE. UU. a los productos farmacéuticos, exentos del arancel universal como se comentaba anteriormente y en los que Europa (la UE, el Reino Unido y Suiza) presenta una ventaja competitiva, y, en sentido contrario, el tratamiento de la UE a los servicios digitales (no solo fiscal, sino también en materia de competencia y protección de datos), ámbito en el que EE. UU. presenta un amplio superávit comercial. Y para terminar de cuadrar el círculo, también será un ingrediente fundamental en las conversaciones la relación que quiera establecer la UE con China en este nuevo escenario, algo que sin duda mirará con lupa la Administración Trump.

De cómo se cierran las negociaciones con los dos principales socios comerciales de EE. UU. y cuál sea la carga arancelaria final para los diferentes sectores y países dependerá el impacto económico global<sup>13</sup> y la aparición de oportunidades y riesgos para las empresas exportadoras.<sup>14</sup> Por el momento, mantenemos un escenario de relativo optimismo, lejos de los peores momentos vividos a principios de abril, pero también de asunción de que el salto proteccionista que llevamos en 2025 está para quedarse en nuestro horizonte de previsiones.

*Luís Pinheiro de Matos y David Martínez Turégano*

12. Véanse los Focus [«UE y China: mapas de una interdependencia estratégica»](#), en el IM05/2022, [«¿Qué significará el de-risking para la UE?»](#), en el IM11/2023, y [«¿Hay evidencia «temprana» de de-risking? \(parte I\): EE. UU. y China»](#), en el IM01/2024.

13. Véanse los Focus [«Exposición de la economía china a un aumento de aranceles en EE. UU.»](#) en el IM12/2024, [«Exposición de la economía europea a un aumento de aranceles en EE. UU.»](#) en el IM12/2024 y [«Exposición de la economía europea a un aumento de aranceles en EE. UU.: una mirada a través de las cadenas de valor»](#) en el IM01/2025.

14. Véase el ejemplo para España en [«Tensiones arancelarias y reconfiguración de los flujos comerciales: impacto en España»](#), en el OS 15/2025.

## Un mercado laboral europeo en transformación: el papel de la inmigración y los nuevos empleos

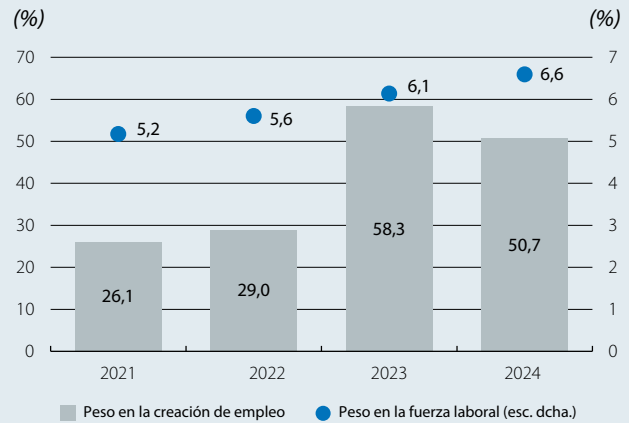
En un entorno de ralentización de la actividad económica tras la pandemia, el empleo en la UE ha continuado creciendo con cierto vigor y ha aumentado en 7,2 millones de personas desde 2019. Como resultado, la tasa de paro ha continuado con su senda descendente hasta situarse en un mínimo histórico del 5,7%. Dado el bajo nivel de desempleo, y a diferencia de lo que ocurrió en el periodo previo a la pandemia, la mayor parte del crecimiento del empleo en los últimos años se explica por el aumento de la fuerza laboral, principalmente vía inmigración extracomunitaria e incrementos de la participación femenina y de trabajadores de mayor edad. Al mismo tiempo, la aceleración de la transformación digital ha convertido a los sectores tecnológicos en la principal fuente de creación de empleo durante los últimos años en contraste con el retroceso en las ramas manufactureras. Contar con unas políticas activas de formación, así como la capacidad para atraer talento en los sectores con mayor déficit de personal cualificado, será clave para que la UE progrese en innovación y competitividad y así no quedarse rezagada respecto a sus principales competidores.

### Los trabajadores extracomunitarios han impulsado el crecimiento de la fuerza laboral

Los principales indicadores del mercado laboral no han dejado de mejorar en los últimos años: la tasa de participación se elevó hasta el 80,4% en 2024 (77,9% en 2019), la de empleo hasta el 75,8% (72,7% en 2019) y la tasa de paro se redujo hasta el 5,7% (6,6% en 2019). Esta tendencia favorable también ha beneficiado a colectivos tradicionalmente más vulnerables, como las mujeres, cuya tasa de participación ha aumentado hasta el 70,5% (3,7 p. p. más que en 2019) y que explican el 64% del total de empleos creados desde 2019 (3,9 millones de puestos de trabajo). También se ha repetido este patrón entre los trabajadores de mayor edad (de 55 a 64 años), con un incremento de la tasa de actividad hasta el 60,8% en 2024 (un incremento de casi 6 puntos respecto a 2019) y que suponen el 20% de los ocupados (algo más de 40 millones de trabajadores).

Cabe hacer mención especial a la contribución de la población extranjera a las dinámicas positivas del mercado laboral, en un contexto de envejecimiento de la población y bajo crecimiento de la productividad. Así, algo más del 50% de los empleos creados entre 2019 y 2024 han sido ocupados por trabajadores de fuera de la UE (en torno a 3,4 millones), a pesar de que su peso en la fuerza laboral europea era de apenas el 6,6% en 2024 (5,0% en 2019) (véase el primer gráfico). Una proporción significativa del aumento del crecimiento desde 2022 se atribuye a la importante llegada de ciudadanos ucranianos como consecuencia del conflicto bélico con Rusia, dado que más de cuatro millones se han asentado en otros países, siendo Polonia y Alemania los principales países receptores, con un 37% y un 25% del total, respectivamente.

### Contribución de ciudadanos extracomunitarios al empleo de la UE 2021-2023



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

En un trabajo reciente, el BCE cuantifica la aportación de la inmigración extracomunitaria al crecimiento del PIB, con el aumento de la población extranjera en edad de trabajar y su mayor tasa de empleo como los principales factores del aumento de la actividad económica en la eurozona en 2023 y 2024.<sup>1</sup> Sin embargo, esta contribución varía mucho entre países. Así, en Italia el impacto ha sido más reducido, dado que partía de tasas de participación más bajas y ha sido la población nacional la que ha impulsado el crecimiento. En contraste, en Alemania, que tiene una tasa de actividad más elevada, los trabajadores extranjeros han mitigado los efectos del envejecimiento poblacional y de la disminución de la población en edad de trabajar. España se encontraría en un punto intermedio, con un papel muy relevante de la inmigración en las dinámicas laborales, pero también con una contribución positiva, aunque más moderada, de los nacionales.<sup>2</sup>

Otra nota positiva en la llegada de población extranjera en los últimos años está ligada al hecho de que su grado de sobrecualificación (y la brecha que todavía persiste respecto a los trabajadores nacionales) ha venido reduciéndose notablemente.<sup>3</sup> Esta tendencia podría explicarse por el

1. Véase [https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb\\_blog20250508~897078ce87.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb_blog20250508~897078ce87.en.html).

2. En un artículo reciente, el Banco de España analiza los factores que influyen sobre los flujos migratorios hacia nuestro país y otras economías avanzadas y muestran cómo España es uno de los países avanzados con mayores entradas de extranjeros por cada mil habitantes. La razón detrás de este aumento es, principalmente, la situación de los países de origen (inestabilidad política o desastres naturales, entre otros), aunque las características del país de destino (oportunidades de encontrar trabajo, el idioma o la existencia de compatriotas ya instalados en el país de destino) están ganando importancia.

3. Los ocupados sobrecualificados son personas con un nivel de estudios superior que trabajan en ocupaciones de cualificación baja o media. Véase [Migrant integration statistics - over-qualification - Statistics Explained - Eurostat](#).

mayor reconocimiento de estudios realizados en el extranjero, la mejora en el acceso a trabajos más cualificados y acordes a su nivel educativo para los inmigrantes o a políticas activas de integración laboral.<sup>4</sup>

### El empleo en el sector TIC crece, pero la escasez de especialistas limita su desarrollo

El crecimiento del empleo desde 2019 ha sido generalizado por sectores, con la excepción del sector primario (que no es más que una continuación de la tendencia a la baja que experimenta desde los años noventa) y la industria manufacturera, que todavía no ha recuperado los niveles de empleo previos a la pandemia y cuenta hoy con casi medio millón menos de trabajadores que en 2019. Por el contrario, destaca el importante crecimiento del empleo en el sector de la información y las telecomunicaciones (TIC), con un aumento del 21,4% desde 2019 (1,3 millones de empleos) (véase el segundo gráfico).

Este dinamismo está muy relacionado con la aceleración de la transformación digital (ya ocupa a más de 7,5 millones de trabajadores, el 3,5% del total de los ocupados europeos), pero –como ocurre en otros sectores–<sup>5</sup> no está ajena a la escasez de mano de obra especializada, que, aunque se ha reducido desde sus máximos, sigue siendo muy elevada (véase el tercer gráfico). La brecha existente entre la demanda de trabajadores con competencias digitales y la oferta se ha convertido en un cuello de botella para el avance de la innovación y la competitividad de la UE. A pesar de que se ha avanzado en la formación y en la atracción de profesionales con las habilidades necesarias, la UE aún está lejos de alcanzar su objetivo de 20 millones de especialistas TIC para 2030, por lo que aún es necesario seguir reforzando la formación en este sector y la captación de talento, ya que se espera que el sector TIC siga siendo uno de los focos de crecimiento de los próximos años.

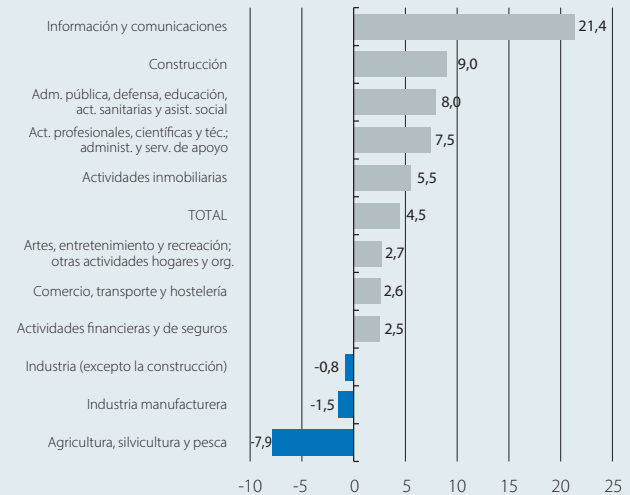
### El mercado laboral europeo ante el desafío de formar, atraer talento y adaptarse

Desde la pandemia, el mercado laboral de la UE ha mostrado un notable dinamismo, con un crecimiento del empleo impulsado en gran parte por la inmigración extracomunitaria y el aumento de la participación laboral, en general y en los grupos con menores tasas, como las mujeres, los jóvenes o los mayores de 55 años. Sin embargo, la UE se enfrenta a importantes desafíos en años venideros. El envejecimiento de la población, la baja natalidad y la escasez de mano de obra cualificada –especialmente en sectores clave como el tecnológico, la salud o la construcción– son obstáculos para el crecimiento económico. A pesar de los

4. Como el caso del programa *Integration durch Qualifizierung*, cuyo objetivo es mejorar la integración laboral de personas migrantes en Alemania, que incluye homologación de títulos profesionales, formación complementaria o asesoramiento individualizado.

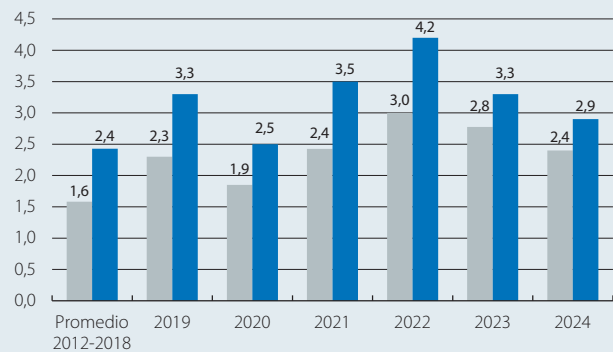
5. La escasez de mano de obra se da en empresas de distintos y en diferentes sectores, tal como en el sistema de salud, conductores, electricistas, cocineros, camareros o trabajadores de la construcción, entre otros. La Comisión Europea ha identificado 42 profesiones con este problema: [EUR-Lex - 52023PC0716 - EN - EUR-Lex](#).

### Crecimiento del empleo por sectores en la UE entre 2019 y 2024 (%)



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

### UE: tasa de vacantes de empleo total \* y en el sector TIC (%)



Nota: En el total se incluye industria, construcción y servicios (excepto las actividades de los hogares como empleadores y de las organizaciones y organismos extraterritoriales).

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

avances en la integración laboral de inmigrantes y en la formación digital, persiste una brecha significativa entre la oferta y la demanda de competencias. Superar estos retos requerirá políticas activas de formación, atracción de talento y adaptación del mercado laboral a las nuevas realidades demográficas y tecnológicas. Precisamente, estos desafíos son el núcleo de actuación de la Unión de las Competencias,<sup>6</sup> una de las cinco palancas de la Brújula de la Competitividad de la UE, presentada en marzo de 2025, que apuesta por una transformación profunda de los sistemas de educación y formación para garantizar una fuerza laboral preparada. Aunque su implementación será compleja, su éxito será determinante para el futuro económico de la UE.

*María Romero Meléndez*

6. Véase [https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/union-skills\\_es](https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/union-skills_es).

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 | 03/25 | 04/25 | 05/25 |
|-------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Actividad</b>                                |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                        | 2,9   | 2,8   | 3,0     | 2,7     | 2,5     | 2,1     | –     | –     | –     |
| Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)    | 5,2   | 3,4   | 3,3     | 3,6     | 4,1     | 4,9     | 5,3   | 5,4   | ...   |
| Confianza del consumidor (valor)                | 105,4 | 104,5 | 98,9    | 102,2   | 110,6   | 99,8    | 93,9  | 85,7  | 98,0  |
| Producción industrial                           | 0,2   | –0,3  | 0,0     | –0,4    | –0,3    | 1,5     | 1,3   | 1,5   | ...   |
| Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor) | 47,1  | 48,2  | 48,5    | 47,3    | 48,2    | 50,1    | 49,0  | 48,7  | 48,5  |
| Viviendas iniciadas (miles)                     | 1.421 | 1.371 | 1.343   | 1.338   | 1.387   | 1.396   | 1.339 | 1.361 | ...   |
| Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)   | 312   | 330   | 329     | 332     | 336     | 340     | 340   | ...   | ...   |
| Tasa de paro (% pobl. activa)                   | 3,6   | 4,0   | 4,0     | 4,2     | 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  | 60,0  | ...   |
| Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)          | –3,1  | –2,9  | –2,8    | –2,9    | –3,1    | –3,5    | –3,8  | ...   | ...   |
| <b>Precios</b>                                  |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Inflación general                               | 4,1   | 3,0   | 3,2     | 2,6     | 2,7     | 2,7     | 2,4   | 2,3   | ...   |
| Inflación núcleo                                | 4,8   | 3,4   | 3,4     | 3,2     | 3,3     | 3,1     | 2,8   | 2,8   | ...   |

## JAPÓN

|                                               | 2023 | 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 1T 2025 | 03/25 | 04/25 | 05/25 |
|-----------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Actividad</b>                              |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                      | 1,4  | 0,2  | –0,6    | 0,8     | 1,3     | 1,7     | –     | –     | –     |
| Confianza del consumidor (valor)              | 35,1 | 37,2 | 37,2    | 36,9    | 36,1    | 34,7    | 34,1  | 31,2  | 32,8  |
| Producción industrial                         | –1,4 | –3,0 | –3,5    | –1,8    | –2,5    | 2,5     | 1,0   | 0,7   | ...   |
| 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     | 2,5   | 2,5   | ...   |
| Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)        | –3,0 | –1,1 | –1,0    | –1,1    | –1,0    | ...     | ...   | ...   | ...   |
| <b>Precios</b>                                |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Inflación general                             | 3,3  | 2,7  | 2,7     | 2,8     | 2,9     | 3,8     | 3,6   | 3,5   | ...   |
| Inflación subyacente                          | 3,9  | 2,4  | 2,2     | 2,0     | 2,3     | 2,7     | 2,8   | 3,0   | ...   |

## CHINA

|                                            | 2023 | 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 1T 2025 | 03/25 | 04/25 | 05/25 |
|--------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Actividad</b>                           |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| 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     | 5,9   | 5,1   | ...   |
| Producción industrial                      | 4,6  | 5,6  | 5,9     | 5,0     | 5,6     | 6,8     | 7,7   | 6,1   | ...   |
| PMI manufacturas (oficial)                 | 49,9 | 49,8 | 49,8    | 49,4    | 50,2    | 49,9    | 50,5  | 49,0  | 49,5  |
| <b>Sector exterior</b>                     |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Balanza comercial <sup>1,2</sup>           | 865  | 995  | 864     | 897     | 995     | 1.085   | 1.085 | 1.108 | ...   |
| Exportaciones                              | –5,1 | 4,6  | 4,4     | 5,4     | 10,0    | 5,7     | 12,2  | 7,9   | ...   |
| Importaciones                              | –5,5 | 1,1  | 2,5     | 2,2     | –1,7    | –7,0    | –4,4  | –0,2  | ...   |
| <b>Precios</b>                             |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Inflación general                          | 0,2  | 0,2  | 0,3     | 0,5     | 0,2     | –0,1    | –0,1  | –0,1  | ...   |
| Tipo de interés de referencia <sup>3</sup> | 3,5  | 3,1  | 3,5     | 3,4     | 3,1     | 3,1     | 3,1   | 3,1   | 3,0   |
| Renminbi por dólar                         | 7,1  | 7,2  | 7,2     | 7,2     | 7,2     | 7,3     | 7,3   | 7,3   | 7,2   |

**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 | 03/25 | 04/25 | 05/25 |
|----------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Ventas al por menor (variación interanual)   | -1,9  | 1,1   | 0,3     | 2,1     | 2,1     | 1,8     | 1,5   | ...   | ...   |
| Producción industrial (variación interanual) | -1,6  | -3,0  | -4,0    | -1,7    | -1,6    | 1,4     | 3,6   | ...   | ...   |
| Confianza del consumidor                     | -17,4 | -14,0 | -14,2   | -13,0   | -13,4   | -14,1   | -14,5 | -16,6 | -15,2 |
| Sentimiento económico                        | 96,2  | 95,7  | 95,9    | 96,1    | 95,2    | 95,5    | 95,1  | 93,8  | 94,8  |
| PMI manufacturas                             | 45,0  | 45,9  | 46,1    | 46,4    | 46,3    | 46,3    | 48,6  | 49,0  | 49,4  |
| PMI servicios                                | 51,2  | 51,5  | 51,7    | 52,7    | 53,1    | 52,6    | 51,0  | 50,1  | 49,7  |
| <b>Mercado de trabajo</b>                    |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Empleo (personas) (variación interanual)     | 1,4   | 1,2   | 1,0     | 1,0     | 0,7     | 0,8     | -     | -     | -     |
| Tasa de paro (% pobl. activa)                | 6,6   | 6,4   | 6,4     | 6,3     | 6,2     | 6,3     | 6,3   | 6,2   | ...   |
| Alemania (% pobl. activa)                    | 3,1   | 3,4   | 3,4     | 3,5     | 3,4     | 3,6     | 3,6   | 3,6   | ...   |
| Francia (% pobl. activa)                     | 7,3   | 7,4   | 7,4     | 7,4     | 7,3     | 7,4     | 7,4   | 7,1   | ...   |
| Italia (% pobl. activa)                      | 7,7   | 6,6   | 6,8     | 6,3     | 6,1     | 6,1     | 6,1   | 5,9   | ...   |
| 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    | 0,0     | -     | -     | -     |
| Francia (variación interanual)               | 1,6   | 1,1   | 1,0     | 1,1     | 0,6     | 0,6     | -     | -     | -     |
| Italia (variación interanual)                | 0,8   | 0,5   | 0,7     | 0,6     | 0,6     | 0,7     | -     | -     | -     |

## Precios

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

|         | 2023 | 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 1T 2025 | 03/25 | 04/25 | 05/25 |
|---------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| General | 5,5  | 2,4  | 2,5     | 2,2     | 2,2     | 2,3     | 2,2   | 2,2   | 1,9   |
| Núcleo  | 5,0  | 2,8  | 2,8     | 2,8     | 2,7     | 2,6     | 2,4   | 2,8   | 2,3   |

## 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 | 03/25 | 04/25 | 05/25 |
|------------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Saldo corriente</b>                                     | 2,0  | 3,5  | 3,2     | 3,5     | 3,5     | 3,7     | 3,7   | ...   | ...   |
| Alemania                                                   | 5,6  | 5,7  | 6,4     | 6,3     | 5,7     | 5,6     | 5,6   | ...   | ...   |
| Francia                                                    | -1,0 | 0,4  | -0,4    | 0,0     | 0,4     | 0,1     | 0,1   | ...   | ...   |
| Italia                                                     | 0,1  | 1,1  | 0,9     | 0,9     | 1,1     | 1,1     | 1,1   | ...   | ...   |
| <b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b> | 94,7 | 95,0 | 95,1    | 95,5    | 94,2    | 93,5    | 94,7  | 96,9  | 96,3  |

## 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 | 03/25 | 04/25 | 05/25 |
|------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Financiación del sector privado</b>                                                   |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Crédito a sociedades no financieras <sup>2</sup>                                         | 2,7  | 0,8  | 0,4     | 1,0     | 1,4     | 2,2     | 2,4   | 2,6   | ...   |
| Crédito a hogares <sup>2,3</sup>                                                         | 1,7  | 0,5  | 0,3     | 0,5     | 0,9     | 1,5     | 1,7   | 1,9   | ...   |
| Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>4</sup> (%)              | 4,6  | 4,9  | 5,1     | 4,9     | 4,4     | 3,9     | 3,7   | ...   | ...   |
| Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>5</sup> (%) | 4,4  | 4,6  | 4,8     | 4,7     | 4,3     | 4,0     | 3,9   | ...   | ...   |
| <b>Depósitos</b>                                                                         |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Depósitos a la vista                                                                     | -8,5 | -3,9 | -5,5    | -2,5    | 1,2     | 3,6     | 4,1   | 5,3   | ...   |
| Otros depósitos a corto plazo                                                            | 21,1 | 12,3 | 14,3    | 10,5    | 5,9     | 2,3     | 1,5   | 0,6   | ...   |
| Instrumentos negociables                                                                 | 20,3 | 20,3 | 19,8    | 22,1    | 18,6    | 15,6    | 11,9  | 10,8  | ...   |
| Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)                          | 2,7  | 3,0  | 3,1     | 3,0     | 2,6     | 2,2     | 2,1   | ...   | ...   |

**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.

España: mucho ruido y, de momento, pocas nueces

**Ligera recalibración del escenario macroeconómico.** El escenario para la economía española continúa condicionado por la evolución de la guerra comercial entre EE. UU. y el resto del mundo, así como por los supuestos que manejamos al respecto. A pesar del aumento de la incertidumbre, las negociaciones en curso –como la reducción de aranceles a China, el acuerdo comercial entre EE. UU. y el Reino Unido, y el arancel temporal del 10% sobre la UE hasta julio para negociar los definitivos– sugieren que los aranceles estadounidenses probablemente se estabilizarán en un nivel cercano al supuesto del 10% que realizamos en febrero. No obstante, el repunte de la incertidumbre ha sido, por ahora, superior al anticipado y no podemos descartar que se repitan nuevos episodios de tensión.

La revisión del escenario se complementa con la incorporación de los últimos datos de actividad –que, en líneas generales, han evolucionado conforme a lo previsto– y con la actualización de los supuestos sobre el precio de la energía y los tipos de interés, en base a la información más reciente de los mercados. Como resultado, revisamos a la baja en 0,1 p. p. nuestras previsiones de crecimiento del PIB para 2025 y 2026, situándolas en el 2,4% y el 2,0%, respectivamente.

En el ámbito laboral, el menor crecimiento proyectado se ve compensado por un dato de la EPA del 1T 2025 mejor de lo esperado, lo que permite mantener inalterada la senda prevista para la tasa de paro. En cuanto a la inflación, el impacto a la baja derivado de una senda de precios energéticos más moderada que la anticipada en febrero se ha visto parcialmente contrarrestado por la aceleración de los precios de los alimentos no elaborados. En conjunto, revisamos la previsión de inflación de 2025 en 0,1 p. p. a la baja, hasta el 2,4%, y mantenemos sin cambios la de 2026, en el 2,2%.

**Los indicadores disponibles muestran que la economía mantiene un buen ritmo de avance en el 2T.** En mayo, el índice PMI del sector manufacturero repuntó tras el bache registrado en abril y se situó en 50,5 puntos, por encima del umbral de 50 que indica expansión en el sector. En contraposición, el indicador homólogo para el sector servicios cedió 2,1 puntos, hasta situarse en los 51,3 puntos, afectado por la debilidad de la demanda internacional. Por su parte, el consumo presenta registros positivos en lo que llevamos del 2T. Las ventas minoristas crecieron en abril un 0,7% intermensual, con la tasa interanual alcanzando un 4%. Asimismo, con datos hasta el 21 de mayo, el indicador de Consumo de CaixaBank Research, basado en el gasto de tarjetas y reintegros debidamente anonimizados, muestra una aceleración en el ritmo de crecimiento interanual de 0,6 p. p. con respecto al trimestre anterior, hasta alcanzar el 4%. En su conjunto, los indicadores apuntan a que el ritmo de crecimiento de la economía en el 2T podría ser cercano, aunque algo por debajo, al del trimestre anterior.

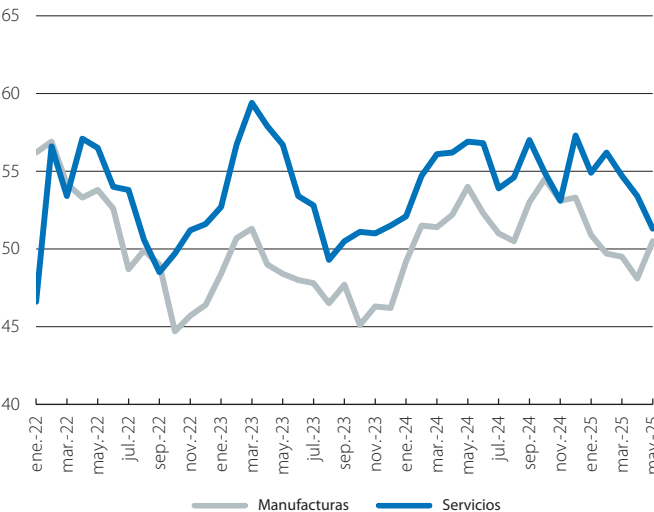
**La creación de empleo se modera en mayo, si bien en el conjunto de lo que va del 2T avanza a un notable ritmo.** En mayo, los afiliados a la Seguridad Social aumentaron un 0,9% intermensual, un incremento inferior a lo habitual en dicho mes (+1,2% de

España: nuevo escenario macroeconómico  
Variación anual (%), salvo indicación expresa

|                                      | Nuevo escenario macroeconómico |      |      | Escenario anterior |      |      |
|--------------------------------------|--------------------------------|------|------|--------------------|------|------|
|                                      | 2025                           | 2026 | 2027 | 2025               | 2026 | 2027 |
| PIB                                  | 2,4                            | 2,0  | 2,0  | 2,5                | 2,1  | 2,0  |
| Tasa de paro (% de población activa) | 10,7                           | 10,2 | 9,7  | 10,7               | 10,2 | 9,7  |
| Inflación                            | 2,4                            | 2,2  | 2,2  | 2,5                | 2,2  | 2,2  |

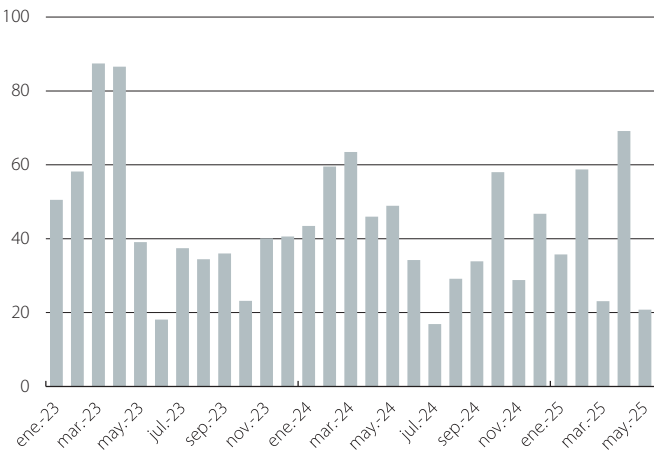
Fuente: CaixaBank Research.

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.

promedio en los meses de mayo de 2014-2019). Este resultado puede estar afectado por el cambio de patrón estacional que se viene observando tras la pandemia, con un adelanto de la temporada turística, de forma que también se adelantan a abril las contrataciones en la hostelería. Corrigiendo la estacionalidad, el empleo anotó una subida de 20.790 afiliados, la más moderada desde julio de 2024, si bien el promedio de abril-mayo se situó en 44.975, cifra que supera el promedio mensual del 1T (39.191). De este modo, de nuevo en términos desestacionalizados, la afiliación creció un 0,53% en el promedio de abril y mayo comparado con el promedio del 1T, un buen ritmo de crecimiento que se emplaza apenas por debajo del crecimiento intertrimestral que registró la afiliación en el 1T, del 0,58%.

**La inflación siguió descendiendo en mayo.** La inflación general cayó 3 décimas hasta situarse en el 1,9% interanual. Este retroceso responde principalmente al descenso de los precios relacionados con el ocio y la cultura y de los transportes (que incluye carburantes). Por otro lado, la inflación subyacente retomó su tendencia a la baja al caer 3 décimas hasta el 2,1% interanual después del repunte de abril, que estuvo ocasionado por el efecto de la Semana Santa. La caída de la subyacente anticipa un posible descenso de la inflación de servicios, que el mes pasado se situó en un elevado 3,9% empujada por el aumento de los servicios relacionados con el turismo. Queda por ver cuál habrá sido la evolución de los alimentos no elaborados, que son el componente que en los últimos meses ha dado una mayor sorpresa al alza, con tasas interanuales superiores al 5% desde febrero debido al repunte del precio de la carne y los huevos. Las perspectivas de inflación a corto y medio plazo siguen siendo de moderación, gracias en gran medida a la corrección de los precios de las principales materias primas energéticas.

**El mercado inmobiliario, en senda alcista.** El conjunto de indicadores disponibles en el 1T apunta a una aceleración en el ritmo de crecimiento del mercado inmobiliario, tanto de los precios como de la actividad, dando así continuidad a la tendencia alcista del año anterior. El índice de precios de viviendas repetidas del Colegio de Registradores creció un 14,6% interanual en el 1T 2025, superando el registro del trimestre anterior, del 12,6%, y del conjunto del 2024, del 10,4%. Asimismo, por el lado de la actividad, las compraventas avanzaron un 13,7% interanual en el 1T 2025, frente al 9,9% interanual en el promedio de 2024. La fortaleza de la demanda, junto con un avance más modesto de la oferta, nos hace prever que las presiones sobre el precio se mantendrán en los próximos trimestres.

**El tirón de las importaciones no energéticas sigue pesando sobre el saldo por cuenta corriente.** En mayo, el superávit por cuenta corriente, acumulado de 12 meses, retrocedió 0,22 p. p. hasta el 2,55% del PIB. El registro de mayo se emplaza prácticamente 0,5 p. p. por debajo del saldo con el que se cerró el 2024, del 3,0%. El deterioro respecto al cierre de 2024 se explica en su práctica totalidad por la balanza de bienes no energéticos, cuyo déficit se ha ampliado en 0,34 p. p. hasta el -0,61% del PIB. El aumento del déficit se explica por el tirón de las importaciones, que, impulsadas por la fortaleza de la demanda doméstica, crecieron más que las exportaciones: un 5,5% interanual en el acumulado de 12 meses hasta mayo de 2025, frente a un 4,2% de las exportaciones.

### España: inflación \*

Variación (%)

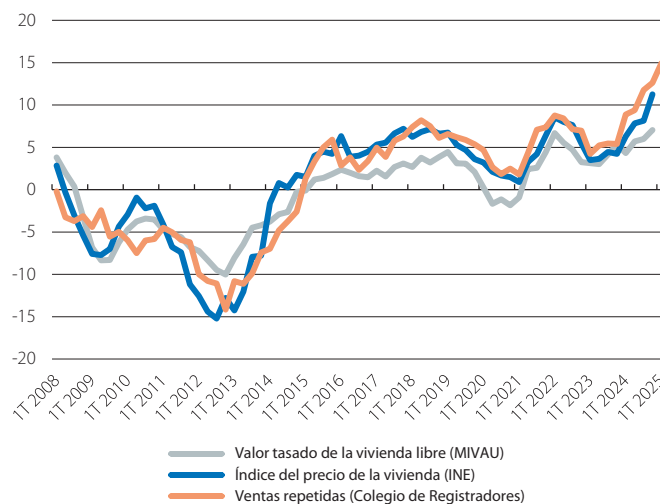


**Notas:** \* Los datos de mayo son preliminares. \*\* La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía.

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

### España: precio de la vivienda

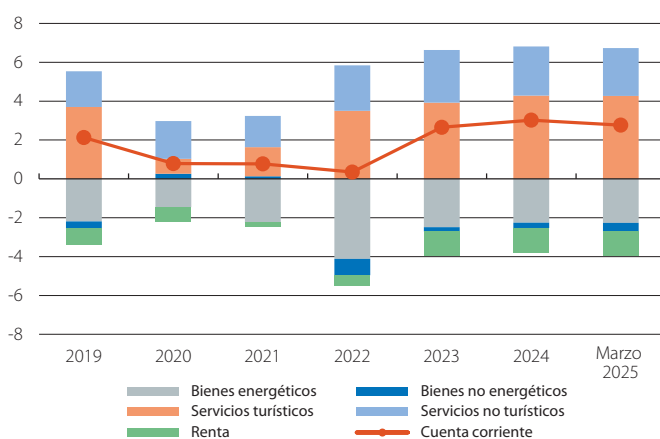
Tasa de variación interanual (%)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE, el MIVAU y el Colegio de Registradores.

### España: saldo por cuenta corriente

(% del PIB)



**Nota:** Datos acumulados de 12 meses.

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

## El reloj inmobiliario de CaixaBank Research: el mercado inmobiliario español gana velocidad

El sector inmobiliario ha comenzado 2025 con una notable aceleración, tanto en los precios de la vivienda como en el volumen de compraventas. Después de un 2024 ya marcado por una tendencia alcista alentada por el descenso de los tipos de interés, el 1T de este año ha confirmado que el mercado se encuentra en plena fase expansiva del ciclo. Así, el índice de precios de viviendas repetidas del Colegio de Registradores anotó un incremento del 14,6% interanual en el 1T 2025, tras el ya significativo avance del 10,4% en el conjunto del año 2024. Por su parte, las compraventas avanzaron un 13,7% interanual en el 1T 2025 (frente al 9,9% en 2024) y alcanzaron las 673.000 operaciones en los últimos 12 meses hasta marzo, superando el anterior pico pospandemia de 2022.

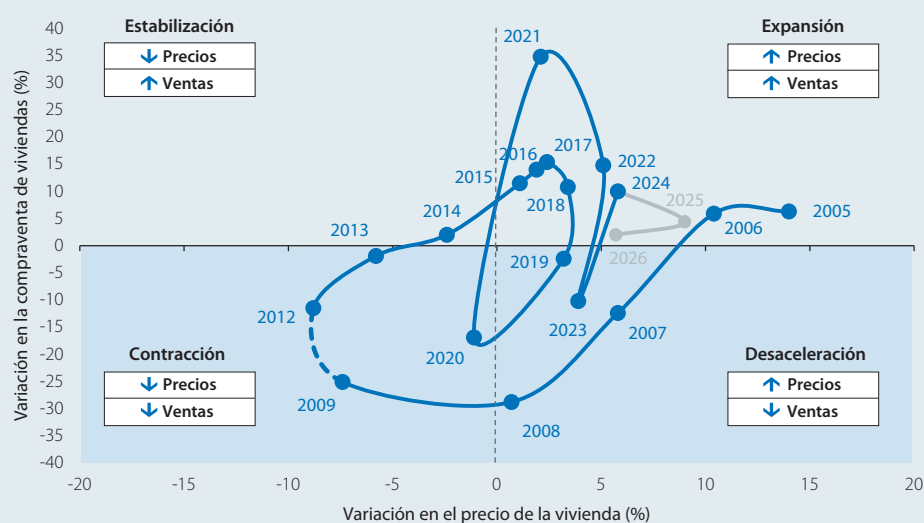
Esta fortaleza de la demanda responde a una combinación de factores coyunturales y estructurales. Por un lado, la reducción de los tipos de interés por parte del BCE ha abaratado la financiación hipotecaria, reactivando el flujo de crédito destinado a la compra de vivienda, que creció un 35,4% interanual en el 1T 2025. Por otro, la mejora del poder adquisitivo de los hogares –impulsada por el aumento de la renta disponible y la moderación de la inflación– ha reforzado su capacidad de compra. A ello se suma el dinamismo de la demanda extranjera, tanto de no residentes –atraídos por España como destino vacacional o laboral– como de residentes, apoyado en unos flujos migratorios positivos. Finalmente, la expectativa de que los precios seguirán subiendo actúa como un incentivo adicional para adelantar decisiones de compra.

Este 2025 también ha comenzado con fuerza por el lado de la oferta. Los visados de obra nueva repuntaron un 19,4% interanual en el 1T 2025, alcanzando las 133.000 viviendas acumuladas en 12 meses. Se prevé que esta tendencia continúe al alza, aunque la oferta seguirá siendo insuficiente para absorber la fuerte demanda y cerrar el déficit acumulado de aproximadamente 500.000 viviendas generado desde 2021. Este persistente desequilibrio entre oferta y demanda está actuando como un motor de los precios, y se espera que continúe ejerciendo presión alcista en los próximos trimestres.

El reloj inmobiliario de CaixaBank Research refleja el momento expansivo que atraviesa el sector, con aumentos significativos tanto en compraventas como en precios.<sup>1</sup> Una posición del ciclo en la que prevemos que el mercado se mantendrá en 2025 y 2026. La aceleración observada a comienzos de año y la persistencia de los factores que impulsan la demanda han motivado una revisión al alza de nuestras previsiones: estimamos unas 670.000 transacciones en 2025 y 683.000 en 2026. En cuanto a los precios, prevemos un crecimiento del 9,0% en 2025 y del 5,7% en 2026 (+3,1 y +2,7 p. p. respecto a la previsión anterior), según el indicador MIVAU. Esta revisión al alza, superior al crecimiento previsto de la renta disponible por hogar, generará cierta presión adicional sobre las ratios de accesibilidad, lo que refuerza la necesidad de acelerar la construcción de vivienda asequible en las zonas de mayor demanda.

Judit Montoriol Garriga

### Reloj inmobiliario de CaixaBank Research



**Nota:** Se excluye el periodo 2010-2011 debido al efecto provocado por incentivos fiscales.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE, del Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana y de previsiones propias.

1. Para una descripción del movimiento del reloj inmobiliario en los últimos años, véase el Focus «El reloj inmobiliario de CaixaBank Research: desaceleración a la vista» en el IM09/2022. La última actualización del reloj se publicó en el IM02/2025: «Nuevas previsiones para el sector inmobiliario español: el ciclo alcista se afianza en 2025».

# Situación económica en la provincia de Valencia seis meses después de la DANA

El pasado abril se cumplieron seis meses de la DANA que azotó la provincia de Valencia. A lo largo de estos meses, desde CaixaBank Research hemos monitoreado la evolución del consumo en la zona más afectada por la DANA.<sup>1,2</sup> En esta ocasión, para hacer una valoración de la recuperación económica, ampliamos nuestro análisis mediante el uso de datos agregados y anonimizados de CaixaBank.<sup>3</sup>

## Punto de situación: el monitor de consumo, seis meses después

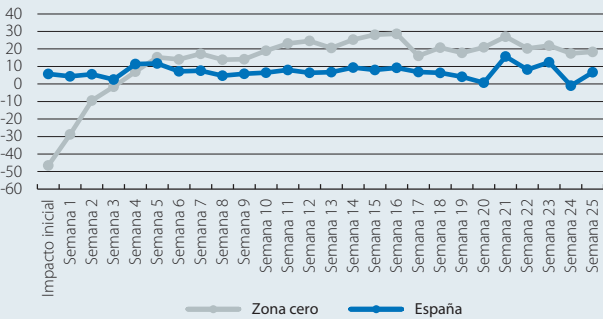
Durante estos seis meses, la zona más afectada por la DANA se ha caracterizado por una recuperación a dos velocidades. Si nos fijamos en los residentes de la zona más impactada, en los días posteriores a la DANA (del 30 de octubre al 5 de noviembre) su gasto en consumo cayó un 47% respecto a los mismos días del año anterior. Sin embargo, como podemos ver en el primer gráfico, la recuperación fue rápida y, un mes después, el ritmo de crecimiento del gasto de los residentes de esta zona ya superaba el promedio del resto del territorio español, probablemente por las necesidades de reposición. A lo largo de estos seis meses, esta tendencia se ha mantenido constante.

Desde el punto de vista de los comercios de esta misma zona, el impacto fue mucho más intenso: entre los días 30 de octubre y 5 de noviembre, la facturación de los comercios de la zona cero fue un 83% menor que en el mismo periodo del año anterior. Además, como podemos ver en el segundo gráfico, el gasto realizado en los comercios de esta área sigue estando por debajo del de hace un año. Así pues, la recuperación del consumo de los habitantes de la zona cero no se está reflejando en los comercios de ese territorio. Una explicación de este comportamiento podría venir dada por el alto número de comercios que aún no habían retomado su actividad. En abril, el número de comercios activos en la zona cero se mantenía un 20% por debajo del periodo previo a la DANA.<sup>4</sup> Las diferencias por sectores son notorias, pues si bien el número de comercios activos en el sector transportes se encuentra por debajo del 15%, esta cifra sube hasta el 25% en el caso del comercio minorista.

1. Véase la valoración inicial del impacto económico en el Focus «Impacto económico de las inundaciones en la provincia de Valencia» en el IM12/2024 y el seguimiento posterior en nuestro [monitor de consumo](#).  
2. La zona cero incluye los 15 municipios más afectados por la DANA (Alaquàs, Albal, Aldaia, Alfafar, Algemesí, Benetússer, Beniparrell, Catarroja, Chiva, Llocnou de la Corona, Massanassa, Paiporta, Picanya, Sedaví y Utiel).  
3. Incluido el gasto con tarjetas presencial y electrónico, y reintegros.  
4. Se define como comercio activo aquel en el que se registran operaciones a través de tarjetas emitidas por CaixaBank. El periodo de referencia previo a la DANA se extiende desde el 1 hasta el 28 de octubre. Incluye nuevos comercios.

## Gasto total de los residentes

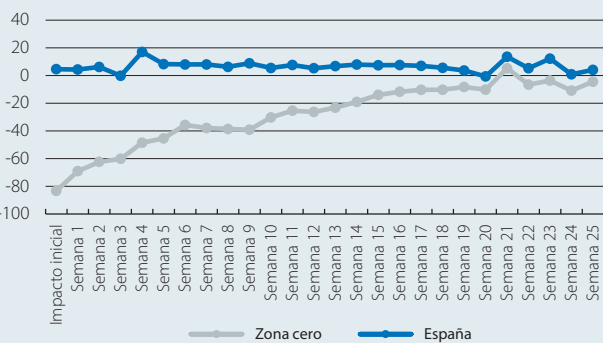
Variación respecto a la misma semana del año anterior (%)



**Notas:** Se define como residente en la zona cero si el código postal de su dirección está en uno de los 15 municipios más afectados (Alaquàs, Albal, Aldaia, Alfafar, Algemesí, Benetússer, Beniparrell, Catarroja, Chiva, Llocnou de la Corona, Massanassa, Paiporta, Picanya, Sedaví y Utiel). Incluye gasto con tarjetas, reintegros (excepto cajeros desplazados a la zona afectada) y comercio electrónico. Los datos de comercio electrónico corresponden a operaciones de 4 días antes de las fechas indicadas debido al retraso en la carga de las operaciones online.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

## Gasto con tarjetas domésticas en los comercios

Variación respecto a la misma semana del año anterior (%)



**Nota:** La zona cero incluye los 15 municipios más afectados (Alaquàs, Albal, Aldaia, Alfafar, Algemesí, Benetússer, Beniparrell, Catarroja, Chiva, Llocnou de la Corona, Massanassa, Paiporta, Picanya, Sedaví y Utiel).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

## Consumo y comercios activos por municipio

|            | Gasto residentes <sup>1</sup> | Gasto en el área         | Comercios activos <sup>2</sup> |
|------------|-------------------------------|--------------------------|--------------------------------|
|            | Variación interanual (%)      | Variación interanual (%) | Variación porcentual (%)       |
| Paiporta   | 24,9                          | 3,3                      | Mayor caída                    |
| Benetússer | 24,6                          | 20,9                     | Mayor caída                    |
| Catarroja  | 24,5                          | 2,8                      | Caída intermedia               |
| Picanya    | 24,3                          | 1,4                      | Caída intermedia               |
| Alfafar    | 23,8                          | -2,6                     | Mayor caída                    |
| Sedaví     | 23,2                          | -2,1                     | Caída intermedia               |
| Massanassa | 23,2                          | 2,6                      | Mayor caída                    |
| Algemesí   | 21,1                          | 12,6                     | Menor caída                    |
| Albal      | 18,5                          | 18,2                     | Caída intermedia               |
| Aldaia     | 15,0                          | 1,5                      | Caída intermedia               |
| Chiva      | 14,8                          | 18,7                     | Menor caída                    |
| Alaquàs    | 12,9                          | 9,4                      | Menor caída                    |
| Utiel      | 8,0                           | 13,4                     | Menor caída                    |

**Notas:** Periodo de referencia: abril de 2024 y 2025. No se reportan los datos a nivel de municipio de Llocnou de la Corona ni de Beniparrell. 1. Incluye gasto con tarjetas, reintegros (excepto cajeros desplazados a la zona afectada) y comercio electrónico. Los datos de comercio electrónico corresponden a operaciones de 4 días antes de las fechas indicadas debido al retraso en la carga de las operaciones online. 2. Se define como comercio activo aquel en el que se registran operaciones a través de tarjetas emitidas por CaixaBank. Incluye nuevos comercios. Las caídas en el número de comercios activos se clasifican en tres categorías: menor (caída menor al percentil 33), intermedia (caída entre los percentiles 33 y 66) y mayor (caída superior al percentil 66).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

El impacto diferencial de la DANA por municipios

El impacto inicial de la DANA entre los distintos municipios de la zona afectada no fue homogéneo, como tampoco lo está siendo la recuperación. Las primeras dos columnas de la primera tabla nos muestran la evolución del consumo de los habitantes y del gasto en los comercios en cada municipio. Como podemos observar, un aumento del consumo de los habitantes en un municipio no implica necesariamente una mayor facturación en sus comercios. Este es el caso de Alfafar y Sedaví, poblaciones en las cuales el consumo de sus habitantes ha crecido más de un 20% interanual en abril, pero cuya facturación a nivel de comercio se mantiene aún por debajo de la del mismo mes del año pasado. Esto responde al impacto sobre el tejido comercial que supuso la DANA: en muchas de estas poblaciones, el porcentaje de comercios activos ha caído.

El impacto de la DANA en el tejido comercial de los municipios se traslada directamente al patrón de consumo de sus habitantes. Como podemos ver en la segunda tabla, en la gran mayoría de los municipios afectados se ha reducido la proporción del consumo que los residentes realizan dentro del mismo municipio. Entre ellos destaca Paiporta, en el que la proporción de consumo realizado dentro del municipio ha caído en 7,6 p. p.

El impacto diferencial de la DANA en los habitantes y las empresas de la zona cero

Los datos internos de CaixaBank también nos permiten poner un mayor foco en la evolución del consumo de los habitantes y la facturación de las empresas según sus características. En el caso del gasto de los residentes, las personas con ingresos más bajos fueron las más afectadas por la DANA, pues su consumo llegó a caer un 82%, cifra muy superior a la caída del 40% entre las rentas más altas. Por otro lado, el ritmo de recuperación del consumo ha sido similar entre todos los tramos de renta: entre diciembre y abril, el consumo de las rentas bajas aumentó un promedio del 19% interanual, ligeramente por encima del 16% de las rentas altas.

En el caso de las empresas, el impacto de la DANA también ha sido desigual según su tamaño. Por un lado, las grandes empresas capearon mejor el temporal: su facturación cayó un 85% en los días posteriores a la DANA, pero en abril su facturación se encontraba tan solo un 3% por debajo de la del año pasado. En el caso de las empresas pequeñas, la caída de su facturación en los días posteriores a la DANA fue del 98%, muy superior a la de las grandes empresas. Además, en abril la facturación de las pequeñas empresas aún se encontraba un 21% por debajo de la del mismo periodo del año pasado.

En CaixaBank Research, creemos en la importancia de proporcionar información económica de calidad y al alcance de todos. Por esta razón seguiremos actualizando la evolución del consumo en el área más afectada por la DANA en nuestro [monitor de consumo](#).

Zoel Martín Vilató y Eduard Alcobé Garcia

Cambio en el patrón de consumo geográfico por municipio

Diferencias en p. p. del % de gasto realizado en el municipio y fuera

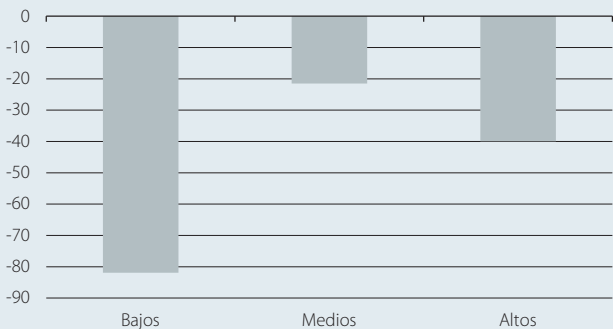
|            | Municipio | Resto del área afectada | Resto de la provincia |
|------------|-----------|-------------------------|-----------------------|
| Paiporta   | -7,6      | 0,2                     | 7,5                   |
| Picanya    | -5,4      | -0,3                    | 5,7                   |
| Catarroja  | -4,9      | -1,4                    | 6,3                   |
| Alfafar    | -4,5      | -1,3                    | 5,8                   |
| Massanassa | -4,4      | -2,1                    | 6,6                   |
| Sedaví     | -4,0      | -1,0                    | 5,0                   |
| Aldaia     | -3,1      | 0,2                     | 2,9                   |
| Algemesí   | -3,1      | -0,4                    | 3,5                   |
| Alaquàs    | -2,3      | 0,1                     | 2,3                   |
| Albal      | -1,5      | -2,7                    | 4,1                   |
| Benetússer | -0,9      | -4,1                    | 4,9                   |
| Chiva      | 0,7       | -0,6                    | -0,1                  |
| Utiel      | 0,8       | -0,3                    | -0,5                  |

Notas: Periodo de referencia: abril 2024 y abril 2025. No se reportan los datos a nivel de municipio de Llocnou de la Corona ni de Beniparrell.

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

Impacto en el gasto de los habitantes de la zona cero por nivel de ingresos

Variación interanual (%)

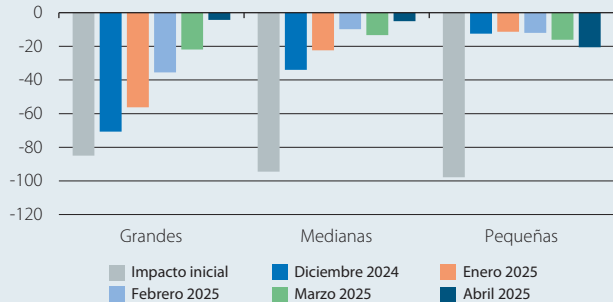


Notas: Periodo de referencia: del 30 de octubre al 5 de noviembre. Los ingresos se clasifican en tres categorías: bajos (menos de 1.000 euros mensuales), medios (entre 1.000 y 2.000 euros mensuales) y altos (más de 2.000 euros mensuales).

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

Evolución del gasto en la zona cero por tamaño de la empresa

Variación interanual (%)



Notas: El periodo de impacto inicial corresponde a los días del 30 de octubre al 5 de noviembre. La muestra incluye empresas que estuvieran activas un mínimo de 20 días en octubre de 2023 y de 2024. Las empresas se clasifican en tres categorías: pequeñas (facturación previa a la DANA en el percentil 25), medianas (facturación previa entre los percentiles 25 y 75) y grandes (facturación previa en el percentil 75).

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

# Menos déficit público en 2025 en España, pero los retos estructurales persisten

## Reducción del déficit público en 2025

El 1 de mayo, el Gobierno publicó y remitió a las autoridades comunitarias el *Informe de Progreso Anual 2025* en cumplimiento de los compromisos derivados de las nuevas reglas fiscales para el seguimiento del plan fiscal y estructural 2025-2028 (que se extendió hasta 2031) de otoño. El informe, que sustituye al antiguo Plan de Estabilidad, presenta el cuadro macroeconómico hasta 2028 y proyecciones presupuestarias de 2025.

Uno de los principales mensajes del informe es la mejora del saldo público este año. Se estima que el déficit se reducirá del 3,2% del PIB en 2024 al 2,8% en 2025, una previsión que se alinea con la realizada por CaixaBank Research el pasado febrero. Esta cifra incluye el impacto de los gastos asociados a la DANA, estimados en 3 décimas del PIB en 2025, algo menos que en 2024. Si se excluyen estos gastos extraordinarios, el déficit se situaría en el 2,5% este año. La reducción del déficit se explica en buena medida por tres factores clave: mayores ingresos por la reversión completa de los descuentos fiscales en electricidad, gas y alimentos, así como por la introducción de nuevas medidas normativas; la estabilización del gasto público en porcentaje del PIB, y una evolución macroeconómica que sigue siendo favorable.

En el ámbito macroeconómico, el Gobierno prevé un crecimiento dinámico de la economía española, del 2,6% en 2025 y del 2,2% en 2026 (véase la primera tabla). Son las mismas previsiones que el Gobierno manejaba en febrero, aunque con matices: en 2025, incorpora un pequeño impacto negativo de 1 décima de PIB derivado de los aranceles que penaliza especialmente a las exportaciones<sup>1</sup> y que queda compensado por un mayor dinamismo del consumo privado (mejoran la previsión de crecimiento de este epígrafe del 2,8% al 3,2%). En su análisis,<sup>2</sup> la AIReF juzga el 2,6% un tanto optimista, al considerar que es difícil esperar que una mayor pujanza de la demanda nacional sea suficiente para compensar la intensidad de las perturbaciones externas relacionadas con los elevados niveles de incertidumbre y el establecimiento de nuevos aranceles.

Los ingresos públicos (excluidas las transferencias desde la UE, neutrales al déficit, pues también se reflejan en los gastos) se prevé que crezcan un 6,3% interanual, por encima del PIB nominal (previsto en el 5,3%) y que, en consecuencia, en porcentaje del PIB pasen del 40,9% en 2024 al 41,3% en 2025. El dinamismo de los ingresos se explica por un sólido crecimiento económico que impulsará la recaudación de impuestos y cotizaciones sociales, así como por varias medidas fiscales que aportarán ingresos adicionales respecto a 2024 por valor del 0,6% del PIB. De estas 6 décimas, la mitad provenirán de la reversión total en enero de 2025 de los descuentos fiscales en el IVA de electricidad y alimentos que se introdujeron en 2022 tras el *shock* energético y que ya se empezaron a revertir en 2024 y del impuesto especial de la electricidad,

1. Han rebajado su crecimiento del 2,3% al 1,2%. La inversión también ha sido rebajada, pero muy ligeramente, del 4,5% al 4,3%.  
2. Véase AIReF. «Informe de seguimiento del plan fiscal y estructural de medio plazo 2025-2028», Informe 23/25, 14 de mayo de 2025.

## España: escenario macro del Informe de Progreso Anual

|                                                  | 2024 | 2025 (p) | 2026 (p) |
|--------------------------------------------------|------|----------|----------|
| PIB real (crecimiento en %)                      | 3,2  | 2,6      | 2,2      |
| PIB nominal (crecimiento en %)                   | 6,2  | 5,3      | 4,6      |
| Tasa de paro (media anual en %)                  | 11,3 | 10,3     | 9,6      |
| Remuneración por asalariado (crecimiento en %)   | 5,0  | 3,7      | 2,9      |
| Deflactor consumo privado (%)                    | 4,0  | 2,7      | 2,4      |
| PIB real por hora (crecimiento %)                | 1,2  | 0,5      | 0,6      |
| Tipo de interés a corto plazo (% promedio anual) | 3,6  | 2,2      | 2,0      |
| Precio del petróleo (dólares/barril)             | 79,9 | 65,0     | 64,6     |

*Nota:* (p) Previsiones.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir del Informe de Progreso Anual del Gobierno de España.

que volvió a su tipo impositivo habitual en julio de 2024. Las otras 3 décimas se obtendrán vía medidas fiscales recientes.<sup>3</sup> En cambio, los ingresos que no son de naturaleza fiscal (intereses, dividendos...) se reducirán en 2 décimas de PIB.

En paralelo, el gasto público (excluido el financiado por la UE) se mantendrá prácticamente estable en términos de PIB: del 44,1% en 2024 al 44,0% en 2025. Esta contención se debe, en parte, a una reducción de 3 décimas de PIB de gastos *one-offs* (esto es, gastos no recurrentes con impacto puntual en un ejercicio, pero no en los posteriores) por compromisos de gasto derivados de sentencias judiciales. En 2024, los gastos *one-offs* por estas sentencias<sup>4</sup> tuvieron un impacto en el déficit de más de 8.000 millones de euros,<sup>5</sup> un 0,5% del PIB, y en 2025, el impacto estimado en el informe es algo menor, del 0,2% del PIB.<sup>6</sup> Esta reducción de los *one-offs*, junto con un leve descenso en porcentaje de PIB de otras partidas de gasto (remuneración de asalariados, consumos intermedios y prestaciones sociales en especie) más que compensarán el aumento previsto entre 2024 y 2025 del gasto en intereses y de la inversión pública financiada a nivel nacional. En concreto, el gasto en intereses aumentará, según el informe, del 2,4% del PIB en 2024 al 2,7% en 2025, a pesar de la bajada de tipos de interés. Finalmente, el gasto en transferencias sociales en efectivo crecerá al mismo ritmo que el PIB nominal. De esta forma se mantendrá cerca del 17% del PIB (el grueso es gasto en pensiones públicas, que se situará alrededor del 14,0% del PIB).

3. Concretamente, la introducción de un tipo mínimo del 15% en el impuesto de sociedades para multinacionales en cumplimiento con la normativa comunitaria, nuevas limitaciones a la compensación de bases negativas y deducciones para grandes empresas en el impuesto de sociedades, el aumento del tipo máximo del IRPF sobre rentas del capital, subidas en los impuestos sobre el tabaco y el aumento de cotizaciones sociales mediante el Mecanismo de Equidad Intergeneracional y la «cuota de solidaridad».  
4. Incluye la devolución del IRPF a mutualistas y la anulación de la reforma del impuesto de sociedades de 2016, entre otros.  
5. El déficit de 2024 de hecho incluye un impacto negativo por sentencias judiciales por valor de 11.269 millones de euros (un 0,7% del PIB), pero de este montante solo algo más de 8.000 millones (el 0,5% del PIB) fueron gastos no recurrentes que, por tanto, no tendrán impacto en déficit en años posteriores.  
6. Incluyen la sentencia del complemento de pensión para los padres, entre otros. El informe de la AIReF comenta que hay una elevada incertidumbre sobre cuál será el impacto final este año.

Por otra parte, aunque el informe contempla un aumento del gasto en defensa y seguridad del 1,4% al 2,0% del PIB, se asegura que este no incrementará apenas el déficit en 2025 gracias a que, en buena parte, se realizará vía el redireccionamiento de otras partidas presupuestarias de gasto o *lending* que no son defensa (entre ellos 1.357 millones de euros de préstamos NGEU) y ahorros de gasto.<sup>7</sup>

En cuanto a la deuda pública, su descenso este año será muy limitado a pesar de la reducción del déficit: del 101,8% en 2024 al 101,7% del PIB en 2025. Esta resistencia a la baja se debe a la incorporación de los primeros desembolsos por los préstamos del programa Next Generation EU (NGEU).<sup>8</sup> Cabe recordar que los préstamos de los NGEU que reciban los Estados miembros deben registrarse como deuda con las instituciones de la UE,<sup>9</sup> pero no computan como déficit a no ser que el dinero sea gastado por una administración/empresa pública o haya algún tipo de impago que el Estado tenga que asumir *a posteriori*.

### Reglas fiscales europeas: cumplimiento en 2025 por estrecho margen

El informe también analiza el cumplimiento de las nuevas reglas fiscales europeas, centradas en el control del gasto neto o gasto computable, la variable clave para la regla de gasto que ha entrado en vigor este año.<sup>10</sup>

Para 2025, el crecimiento de este gasto se estima en el 4,1% interanual, por encima del 3,7% pactado con Bruselas en otoño. El gasto neto representa aproximadamente el 40% del PIB, de forma que crecer 4 décimas más de lo pactado equivale a aproximadamente el 0,15% del PIB. Esta desviación se atribuye al aumento del gasto en defensa, que, por el momento, no ha sido excluido mediante la activación de la cláusula de escape.<sup>11</sup>

Las reglas permiten desviaciones anuales en el gasto neto de hasta el 0,3% del PIB, y de hasta el 0,6% en el saldo acumulado en el periodo de ajuste del plan fiscal y estructural que terminará en 2031. En el informe se explica que la desviación es limitada y dentro de lo tolerado, pues, al ser del mencionado 0,15% del PIB, se sitúa dentro del margen permitido por la normativa europea.<sup>12</sup> Además, a la hora de evaluar la desvia-

7. El aumento en gasto en defensa sería de 10.471 millones. De este montante, el gasto corriente se situaría en unos 2.258,5 millones (remuneración de asalariados, consumos intermedios y subvenciones); correspondiendo 3.683,29 millones a gastos de capital y 4.529,4 millones a préstamos.

8. El informe estima en 1,4 puntos de PIB en 2025 los desembolsos en préstamos por parte de la Comisión Europea. Por consiguiente, si se excluyen los préstamos del NGEU, la deuda pública cumpliría con la exigencia europea de reducirse en al menos 1 p. p. de PIB anual en promedio durante el horizonte del plan fiscal.

9. Banco de España (2022). «Los fondos Next Generation EU (NGEU): cómo se contabilizan en la Balanza de Pagos/Posición de Inversión Internacional».

10. Recordemos que, por definición, esta métrica es el gasto público neto de los gastos en intereses, las medidas discrecionales relativas a los ingresos, los gastos en programas de la UE compensados íntegramente con los ingresos procedentes de los fondos de la UE (como los NGEU), el gasto nacional en cofinanciación de programas financiados por la Unión, los elementos cíclicos del gasto en prestaciones de desempleo y los gastos *one-off*.

11. Los países tienen la opción de pedir la cláusula de escape para que el incremento del gasto en defensa acumulado de hasta 1,5 puntos de PIB desde los niveles de 2021 no cuente para el déficit y la deuda en las reglas fiscales.

12. La AIReF estima que la desviación será algo mayor (aumento del gasto del 4,5% interanual en lugar del 4,1%), lo que supondría situarse exactamente en el 0,3% del PIB de desviación anual.

### España: cuadro presupuestario del Informe de Progreso Anual

| Elementos clave                                        | 2023<br>(% del PIB) | 2024<br>(% del PIB) | 2025 (p)<br>(% del PIB) |
|--------------------------------------------------------|---------------------|---------------------|-------------------------|
| <b>Ingresos públicos<sup>1</sup></b>                   | <b>40,6</b>         | <b>40,9</b>         | <b>41,3</b>             |
| Impuestos indirectos (IVA...)                          | 11,0                | 11,1                | 11,3                    |
| Impuestos directos                                     | 12,2                | 12,5                | 12,8                    |
| Impuestos capital                                      | 0,4                 | 0,4                 | 0,3                     |
| Cotizaciones sociales                                  | 13,2                | 13,2                | 13,4                    |
| Otros ingresos <sup>2</sup>                            | 3,8                 | 3,7                 | 3,5                     |
| <b>Gasto público<sup>1</sup></b>                       | <b>44,1</b>         | <b>44,1</b>         | <b>44,0</b>             |
| Remuneración asalariados                               | 10,9                | 10,8                | 10,7                    |
| Consumos intermedios                                   | 5,7                 | 5,6                 | 5,5                     |
| Prestaciones sociales monetarias                       | 16,8                | 16,9                | 16,9                    |
| Prestaciones sociales en especie                       | 2,7                 | 2,7                 | 2,6                     |
| Formación bruta de capital financiada a nivel nacional | 2,3                 | 2,2                 | 2,4                     |
| Gasto en intereses                                     | 2,4                 | 2,4                 | 2,7                     |
| Subvenciones                                           | 1,4                 | 1,2                 | 1,1                     |
| Otros gastos <sup>3</sup>                              | 1,9                 | 2,3                 | 2,1                     |
| <b>Saldo público</b>                                   | <b>-3,5</b>         | <b>-3,2</b>         | <b>-2,8</b>             |
| <b>Saldo público excl. la DANA</b>                     | <b>-3,5</b>         | <b>-2,8</b>         | <b>-2,5</b>             |
| <b>Saldo estructural</b>                               | <b>-3,4</b>         | <b>-2,9</b>         | <b>-2,8</b>             |
| <b>Deuda pública</b>                                   | <b>105,1</b>        | <b>101,8</b>        | <b>101,7</b>            |

**Notas:** (p) Previsiones. 1. Excluye transferencias de la UE. 2. Incluye intereses, rentas de sociedades y otros. 3. Incluye transferencias de capital y otras ayudas de inversión que es donde se reflejan los gastos por las sentencias judiciales.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir del Informe de Progreso Anual del Gobierno de España.

ción acumulada, el *Informe de Progreso* destaca que en 2024 el gasto neto fue inferior al compromiso fiscal del Gobierno por valor del 0,4% del PIB de 2025, lo que genera un colchón suficiente para absorber la desviación prevista en 2025 y también puede ayudar a corregir desviaciones en el saldo acumulado de los próximos años.<sup>13</sup>

En términos de saldo estructural, este apenas bajaría en porcentaje de PIB en 2025, a diferencia de lo que observamos en el déficit total, al excluir la mejora por el ciclo económico<sup>14</sup> y la reducción de *one-offs*. En concreto, el saldo estructural pasaría del -2,9% del PIB en 2024 al -2,8% en 2025, una estabilización que sugiere un tono de política fiscal neutral.<sup>15</sup> Se trata de un déficit estructural todavía elevado, aunque menor que en Francia (déficit estructural del 5,2% del PIB en 2025 según las previsiones de la Comisión Europea) e Italia (3,7% del PIB).

En definitiva, el *Informe de Progreso Anual 2025* prevé la reducción del déficit público y el cumplimiento de las reglas fiscales en 2025, aunque con márgenes ajustados. La credibilidad del plan dependerá de la capacidad para mantener la senda pactada con la Comisión en los próximos años, especialmente en un entorno económico incierto y con presiones estructurales sobre el gasto derivadas del envejecimiento poblacional.

Javier García-Arenas

13. Así, el crecimiento acumulado del gasto neto en 2024-2025 sería del 8,4%, por debajo del 9,2% pactado, lo que equivale a situarse por debajo en una cantidad equivalente al 0,3% del PIB de 2025. Así, en el saldo acumulado 2024-2025 no habría, de hecho, desviación alguna.

14. El informe prevé un *output gap* positivo del 1,3% en 2025 (1,0% en 2024).

15. El saldo estructural primario –que es el que se examina para las reglas fiscales– mejoraría solo 2 décimas, del -0,4% al -0,2% del PIB.

## La exposición del empleo en España a EE. UU.: sectores clave y características

La política comercial del presidente de EE. UU., caracterizada por su aparente imprevisibilidad y su giro proteccionista, es una fuente de preocupación por su impacto sobre nuestra economía. En el artículo [«Tensiones arancelarias y reconfiguración de los flujos comerciales: impacto en España»](#), publicado en el último *Observatorio Sectorial* de CaixaBank Research, se analiza el grado de exposición de la economía española a EE. UU., tanto en términos de actividad como en términos de empleo, entre otros ejercicios. En este artículo entramos más en detalle en el análisis de la exposición, en términos de empleo, al comercio con EE. UU.

### Exposición sectorial del empleo a EE. UU.

Según datos de la OCDE, en 2019, un 2,2% de la ocupación en España estaba vinculada a la demanda final estadounidense, una cifra relativamente baja si se tiene en cuenta que un 11,5% dependía de la demanda procedente de la UE y un 11,6%, de la del resto del mundo.<sup>1</sup> La exposición a EE. UU., aunque limitada, varía significativamente según la actividad considerada (véase el primer gráfico).

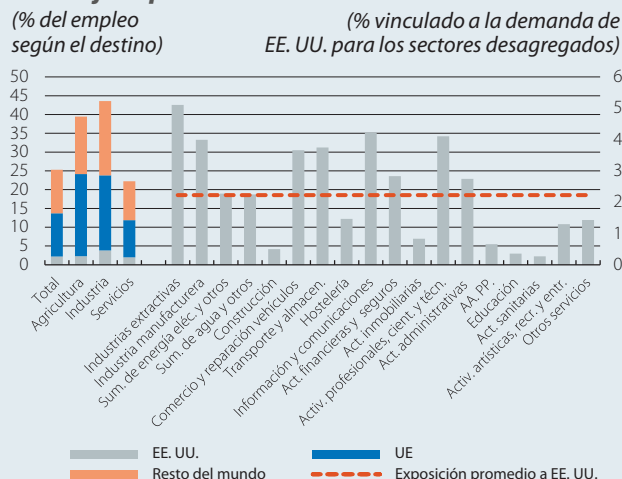
Entre los más expuestos, destaca el sector extractivo, cuya fuerte orientación al exterior hace que un 5,1% de su empleo dependa de la demanda procedente de EE. UU. Le siguen de cerca el sector de información y comunicaciones (4,2%), las actividades profesionales, científicas y técnicas (4,1%), el manufacturero (4%), y el de transporte y almacenamiento (3,7%).

Dentro del sector manufacturero, el más expuesto es el farmacéutico: un 8,2% del empleo del sector depende de la demanda estadounidense. Es una cifra elevada. Le sigue la industria de otros productos minerales no metálicos (6,3%), mientras que la fabricación de vehículos de motor (incluidos remolques y semirremolques) no destaca entre los más expuestos: ocupa el duodécimo lugar entre las manufacturas más expuestas, con un 4,2% de su empleo vinculado a EE. UU., cerca del 4,3% registrado en la fabricación de otro material de transporte.

Dentro del sector de información y comunicaciones, el empleo de las actividades de programación, consultoría y servicios de información es el más expuesto (un 4,8%). Y dentro del sector de transporte, el transporte aéreo, dada la lejanía y su papel clave en el turismo: un 7,6% del empleo en esta actividad depende directamente del mercado estadounidense.

1. Último dato disponible de 2020, pero dado el impacto de la pandemia, optamos por mostrar las cifras de 2019.

### España: empleo vinculado a la demanda final extranjera por sector \*



**Nota:** \* Porcentaje del empleo total en cada sector en 2019.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### España: actividades más expuestas

|                                                              | Sectores y subsectores                               | % del empleo doméstico del sector | N.º de trabajadores |
|--------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|-----------------------------------|---------------------|
| Según el porcentaje del empleo doméstico del sector expuesto | <b>Industria extractiva</b>                          | <b>5,1</b>                        | <b>1.000</b>        |
|                                                              | Actividades de apoyo                                 | 9,0                               | 100                 |
|                                                              | <b>Información y comunicación</b>                    | <b>4,2</b>                        | <b>22.200</b>       |
|                                                              | Programación, consultoría y servicios de información | 4,8                               | 16.100              |
|                                                              | <b>Actividades profesionales</b>                     | <b>4,1</b>                        | <b>44.800</b>       |
| Según el número absoluto de trabajadores                     | <b>Industria manufacturera</b>                       | <b>4</b>                          | <b>81.800</b>       |
|                                                              | Fabricación de fármacos y preparados farmacéuticos   | 8,2                               | 3.900               |
|                                                              | <b>Transporte</b>                                    | <b>3,7</b>                        | <b>34.500</b>       |
|                                                              | Aéreo                                                | 7,6                               | 2.600               |
|                                                              | <b>Comercio y reparación de vehículos</b>            | <b>3,7</b>                        | <b>126.600</b>      |
|                                                              | <b>Industria manufacturera</b>                       | <b>4</b>                          | <b>81.800</b>       |
|                                                              | Manufacturas de productos metálicos                  | 4,3                               | 10.900              |
|                                                              | <b>Actividades profesionales</b>                     | <b>4,1</b>                        | <b>44.800</b>       |
|                                                              | <b>Actividades administrativas</b>                   | <b>2,7</b>                        | <b>40.300</b>       |
|                                                              | <b>Transporte</b>                                    | <b>3,7</b>                        | <b>34.500</b>       |
|                                                              | Terrestre                                            | 3,6                               | 19.900              |

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE, *Trade in Employment*, de 2019.

### Características del empleo expuesto a EE. UU.

A continuación, caracterizamos el empleo de los sectores más vinculados al comercio con EE. UU. Nos fijaremos, por un lado, en los tres sectores más expuestos en términos de empleo en valor absoluto: comercio y reparación de vehículos, industria manufacturera y actividades profesionales, científicas y técnicas. Por otro lado, también nos fijaremos en los sectores de información y comunicación, y transporte, por el elevado peso del empleo expuesto sobre el total sectorial (véase la tabla).<sup>2</sup> Por lo que se refiere a las características, nos focalizaremos en la evolución reciente del empleo en estos sectores, en el nivel salarial y en la tasa de temporalidad; este último como indicador de estabilidad del empleo.

Nos centramos primero en la evolución reciente. Los cinco sectores mencionados representaron, en abril de 2025, el 42,6% del total de afiliados a la Seguridad Social, siendo comercio y reparación de vehículos la más representativa (casi el 40% del total de los cinco sectores).<sup>3</sup> No obstante, su aportación al crecimiento del empleo desde abril de 2019 ha sido inferior, del 36,6%, por lo que han perdido peso en su conjunto en los últimos cinco años. Hay diferencias entre estos. El crecimiento del empleo en este periodo ha sido muy inferior a la media (14,0%) en comercio y reparación de vehículos e industria manufacturera, de modo que ambos han perdido peso sobre el total (véase el segundo gráfico). No obstante, dentro de la industria destacan muy positivamente las ramas farmacéuticas, con un crecimiento del empleo del 25%. En cambio, transporte y, sobre todo, actividades profesionales e información y comunicaciones han sido de las más dinámicas, con crecimientos acumulados de la ocupación desde abril de 2019 por encima del 20%, aumentando, en consecuencia, su peso: la aceleración de la digitalización y la transformación tecnológica tras la pandemia ha impulsado la demanda de servicios de alta cualificación, como consultoría, ingeniería, I+D, etc.

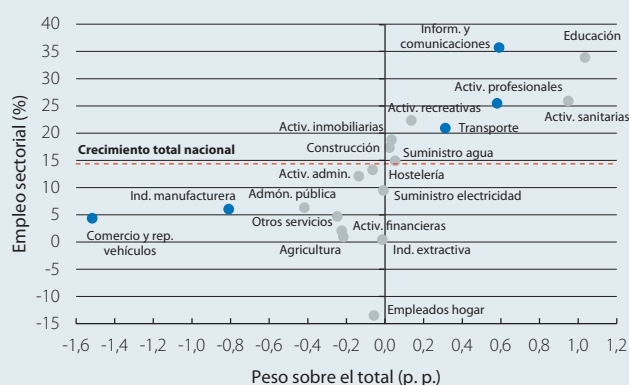
En términos de salarios, a cierre de 2024, transporte y, en especial, comercio y reparación de vehículos se encontraban por debajo del promedio para el total de actividades (véase el tercer gráfico). En contraposición, la industria manufacturera y, sobre todo, actividades profesionales e información y comunicaciones se situaban por encima. Si entramos en el detalle de los subsectores, los datos más recientes responden a los de la Encuesta anual de coste laboral del INE, disponible hasta 2023. Según estos datos, el coste salarial de la división de fabricación de productos farmacéuticos, el sector más expuesto al comercio con

2. Descartamos la industria extractiva, aunque es el sector con el mayor porcentaje de empleo expuesto, debido a que en términos absolutos involucra a un número muy pequeño de empleos.

3. Régimen General y Régimen Especial de Trabajadores Autónomos (RETA).

### España: creación de empleo vs. peso sobre el total por secciones de actividad

Variación abril 2025 sobre abril 2019

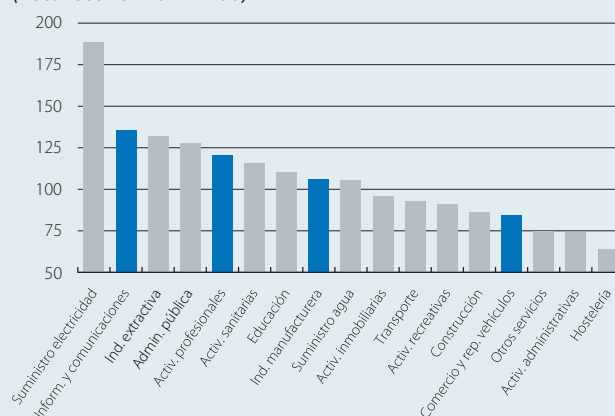


Nota: Afiliados al Régimen General y RETA.

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

### España: salarios por secciones de actividad

(Total economía \* = 100)

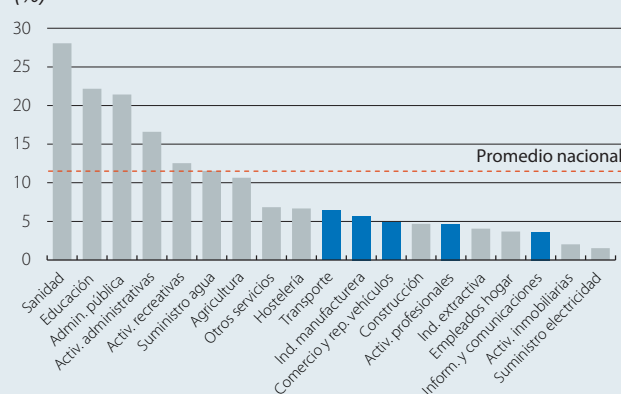


Notas: Coste salarial por hora efectiva. Datos del 4T 2024. \* Industria, construcción y servicios (excepto actividades de los hogares como empleadores y de organizaciones y organismos extraterritoriales).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (Encuesta trimestral de coste laboral).

### España: tasa de temporalidad por secciones de actividad

(%)



Notas: Afiliados al Régimen General con contrato temporal. Datos de abril de 2025.

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

EE. UU., se situó un 72,2% por encima del promedio de todas las actividades, y la división de transporte aéreo, un 59,4% por encima.

Por lo que respecta a la estabilidad del empleo, las cinco actividades presentan una tasa de temporalidad muy inferior a la media: del total de afiliados al Régimen General el pasado mes de abril, menos del 7,0% eran temporales en los cinco casos (también en la industria farmacéutica, donde se sitúa en el 4,2%), frente al 11,8% para el total de la economía (véase el cuarto gráfico).

En definitiva, aunque la exposición del empleo español a la demanda estadounidense es limitada en términos agregados, su impacto es heterogéneo entre sectores. Sectores como el manufacturero, con el sector farmacéutico

como mayor exponente, el transporte aéreo, el de actividades profesionales, información y comunicaciones y comercio y reparación de vehículos destacan por su vinculación con el mercado de EE. UU. Estos sectores, exceptuando el de comercio y reparación de vehículos, combinan baja temporalidad con altos niveles salariales. Esta concentración en sectores de mayor retribución y estabilidad laboral sugiere que el empleo en estos sectores podría mostrar una sensibilidad baja ante *shocks* de índole temporal, como, por ejemplo, a repuntes de incertidumbre derivados del conflicto arancelario. No obstante, el impacto final sobre el empleo dependerá de la persistencia del *shock* y de la capacidad de cada sector para acomodarse a la nueva situación en caso de que se materialice un mayor desacople con la economía estadounidense.

*Anna Bahí Esteba y Sergio Díaz Valverde*

**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    | 03/25 | 04/25 | 05/25 |
|------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------|-------|-------|
| <b>Industria</b>                               |            |            |            |            |            |            |       |       |       |
| Índice de producción industrial                | -1,6       | 0,4        | -0,1       | -0,2       | 1,3        | -0,7       | 1,0   | ...   | ...   |
| Indicador de confianza en la industria (valor) | -6,5       | -4,9       | -5,5       | -2,9       | -6,0       | -5,4       | -5,5  | -4,3  | -5,0  |
| PMI de manufacturas (valor)                    | 48,0       | 52,2       | 52,8       | 51,5       | 53,6       | 50,0       | 49,5  | 48,1  | 50,5  |
| <b>Construcción</b>                            |            |            |            |            |            |            |       |       |       |
| Visados de obra nueva (acum. 12 meses)         | 0,5        | 16,7       | 4,6        | 10,2       | 16,7       | 20,1       | 20,1  | ...   | ...   |
| Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)      | -10,2      | 9,9        | -10,1      | -1,2       | 9,9        | 17,2       | 17,2  | ...   | ...   |
| Precio de la vivienda                          | 4,0        | 8,4        | 7,8        | 8,2        | 11,3       | ...        | ...   | ...   | ...   |
| <b>Servicios</b>                               |            |            |            |            |            |            |       |       |       |
| Turistas extranjeros (acum. 12 meses)          | 18,9       | 10,1       | 14,2       | 12,3       | 10,1       | 8,1        | 8,1   | 8,3   | ...   |
| PMI de servicios (valor)                       | 53,6       | 55,3       | 56,6       | 55,2       | 55,1       | 55,3       | 54,7  | 53,4  | 51,3  |
| <b>Consumo</b>                                 |            |            |            |            |            |            |       |       |       |
| Ventas comercio minorista <sup>1</sup>         | 2,5        | 1,8        | 0,4        | 2,6        | 2,8        | 3,3        | 3,8   | 4,0   | ...   |
| Matriculaciones de automóviles                 | 16,7       | 7,2        | 8,5        | 1,7        | 14,4       | 14,0       | 23,2  | 7,1   | 18,6  |
| Indicador de sentimiento económico (valor)     | 100,5      | 103,0      | 102,6      | 105,5      | 101,5      | 103,3      | 103,4 | 103,8 | 103,4 |
| <b>Mercado de trabajo</b>                      |            |            |            |            |            |            |       |       |       |
| Población ocupada <sup>2</sup>                 | 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 <sup>3</sup>   | 2,7        | 2,4        | 2,4        | 2,3        | 2,4        | 2,3        | 2,2   | 2,3   | 2,2   |
| <b>PIB</b>                                     | <b>2,7</b> | <b>3,2</b> | <b>3,3</b> | <b>3,3</b> | <b>3,3</b> | <b>2,8</b> | ...   | ...   | ...   |

**Precios**

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

|            | 2023 | 2024 | 2T 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 1T 2025 | 03/25 | 04/25 | 05/25 |
|------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| General    | 3,5  | 2,8  | 3,5     | 2,2     | 2,4     | 2,7     | 2,3   | 2,2   | 1,9   |
| Subyacente | 6,0  | 2,9  | 3,0     | 2,6     | 2,5     | 2,2     | 2,0   | 2,4   | 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     | 03/25       | 04/25 | 05/25 |
|------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|-------|
| <b>Comercio de bienes</b>                            |             |             |             |             |             |             |             |       |       |
| Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses) | -1,4        | 0,2         | -4,9        | -1,8        | 0,2         | 3,3         | 3,3         | ...   | ...   |
| Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses) | -7,2        | 0,1         | -7,1        | -3,1        | 0,1         | 4,2         | 4,2         | ...   | ...   |
| <b>Saldo corriente</b>                               | <b>39,8</b> | <b>48,1</b> | <b>45,1</b> | <b>48,3</b> | <b>48,1</b> | <b>41,1</b> | <b>41,1</b> | ...   | ...   |
| Bienes y servicios                                   | 58,8        | 68,1        | 65,2        | 68,3        | 68,1        | 62,0        | 62,0        | ...   | ...   |
| Rentas primarias y secundarias                       | -19,1       | -20,0       | -20,2       | -20,0       | -20,0       | -21,0       | -21,0       | ...   | ...   |
| <b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b> | <b>56,0</b> | <b>66,6</b> | <b>61,2</b> | <b>65,7</b> | <b>66,6</b> | <b>59,5</b> | <b>59,5</b> | ...   | ...   |

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros<sup>4</sup>**

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

|                                          | 2023        | 2024       | 2T 2024     | 3T 2024     | 4T 2024    | 1T 2025    | 03/25      | 04/25      | 05/25 |
|------------------------------------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------|
| <b>Depósitos</b>                         |             |            |             |             |            |            |            |            |       |
| Depósitos de hogares y empresas          | 0,3         | 5,1        | 5,2         | 4,3         | 5,1        | 4,6        | 4,6        | 4,9        | ...   |
| A la vista y preaviso                    | -7,4        | 2,0        | -1,9        | -1,6        | 2,0        | 3,1        | 3,1        | 4,7        | ...   |
| A plazo y cesiones temporales (repo)     | 100,5       | 23,5       | 68,0        | 47,5        | 23,5       | 12,6       | 12,6       | 6,5        | ...   |
| Depósitos de AA. PP. <sup>5</sup>        | 0,5         | 23,1       | -4,1        | 14,8        | 23,1       | 24,4       | 24,4       | 20,6       | ...   |
| <b>TOTAL</b>                             | <b>0,3</b>  | <b>6,3</b> | <b>4,5</b>  | <b>5,1</b>  | <b>6,3</b> | <b>5,9</b> | <b>5,9</b> | <b>6,0</b> | ...   |
| <b>Saldo vivo de crédito</b>             |             |            |             |             |            |            |            |            |       |
| Sector privado                           | -3,4        | 0,7        | -1,3        | -0,3        | 0,7        | 1,7        | 1,7        | 2,1        | ...   |
| Empresas no financieras                  | -4,7        | 0,4        | -1,8        | -0,6        | 0,4        | 1,6        | 1,6        | 2,2        | ...   |
| Hogares - viviendas                      | -3,2        | 0,3        | -1,5        | -0,7        | 0,3        | 1,4        | 1,4        | 1,8        | ...   |
| Hogares - otras finalidades              | -0,5        | 2,3        | 0,7         | 1,2         | 2,3        | 3,1        | 3,1        | 2,5        | ...   |
| Administraciones públicas                | -3,5        | -2,6       | -2,7        | -5,4        | -2,6       | -0,3       | -0,3       | 1,0        | ...   |
| <b>TOTAL</b>                             | <b>-3,4</b> | <b>0,5</b> | <b>-1,4</b> | <b>-0,7</b> | <b>0,5</b> | <b>1,6</b> | <b>1,6</b> | <b>2,0</b> | ...   |
| <b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b> | <b>3,5</b>  | <b>3,3</b> | <b>3,4</b>  | <b>3,4</b>  | <b>3,3</b> | <b>3,2</b> | <b>3,2</b> | ...        | ...   |

**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.

## Portugal: 2025 empieza mal, pero el escenario macro sigue apoyado por factores estructurales

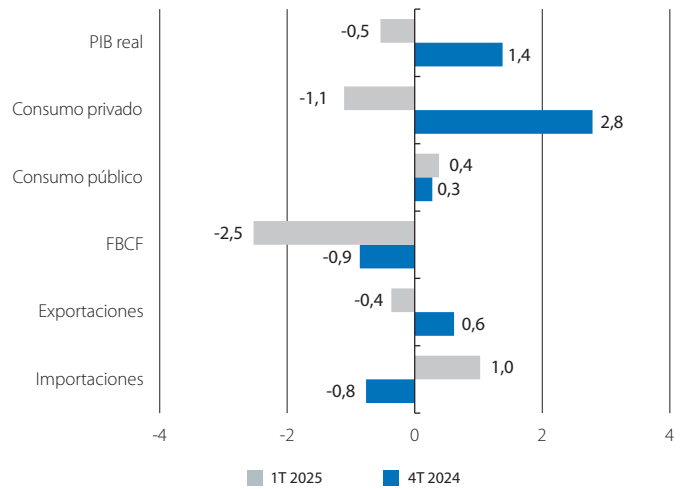
El PIB se contrajo un 0,5% intertrimestral en el 1T 2025, si bien el mercado laboral se mantuvo sólido. El avance de la demanda interna (+0,1% intertrimestral vs. -0,7% anterior) refleja fuertes diferencias entre sus componentes. El consumo privado cayó un 1,1% en términos intertrimestrales (vs. +2,8% anterior), tras registrar un repunte en el 4T 2024, asociado al aumento de la renta disponible por los cambios en la política fiscal. Por su parte, la inversión aumentó un 3,8% como resultado de una fuerte acumulación de existencias, que ha más que contrarrestado la contracción de la formación bruta de capital fijo (-2,5% vs. -0,9% anterior) asociada al aumento de la incertidumbre en el 1T, tanto en el contexto internacional (en un periodo de «anticipación de aranceles») como interno (con la eclosión de la crisis política que culminó en las elecciones de mayo). La demanda externa restó alrededor de 0,7 p. p. al PIB, debido a una caída del 0,4% de las exportaciones y un aumento del 1,0% de las importaciones, una dinámica también asociada a la anticipación de las compras de bienes, ante los cambios en la política comercial estadounidense. Por su parte, el empleo volvió a batir un récord de la serie histórica en el 1T, alcanzando un total de 5.181.400 personas, un aumento del 2,4% interanual (0,6% intertrimestral), más significativo aún en comparación con el histórico del 1T.

Un 1T peor de lo esperado y la incertidumbre llevan a una revisión a la baja del escenario macroeconómico. Más que una abrupta desaceleración de la actividad, en el 1T observamos una corrección, tras el fuerte crecimiento registrado en el trimestre anterior. De hecho, analizando los trimestres en conjunto, para reducir el ruido asociado a factores puntuales, el crecimiento intertrimestral promedio fue del 0,45%, una desaceleración en comparación con el promedio histórico (0,6%, desde 2015), pero todavía mostrando dinamismo. Aun así, por su magnitud y efecto arrastre sobre el resto del año, la caída del 1T llevaría a una reducción mecánica de 9 décimas en la previsión de crecimiento para el conjunto de 2025. Además, la incertidumbre asociada a la política comercial estadounidense tendrá un efecto más negativo de lo esperado. En el lado positivo, algunos factores apoyarán el crecimiento a lo largo del año, como una mayor reducción de los tipos de interés, el descenso de los precios de la energía o la aceleración en la aplicación de los fondos NGEU. En este contexto, revisamos nuestra previsión de crecimiento del PIB para este año al 1,7% (desde el 2,4%) y al 1,9% en 2026 (vs. 2,1% anterior).

La inflación vuelve a subir en mayo, mientras que los datos del 2T todavía no dan una tendencia definida. En mayo, tanto la inflación general como la subyacente volvieron a subir, ambas hasta el 2,3% (por tercer mes consecutivo se igualan), lo que ilustra un proceso desinflacionista con una dinámica menos volátil pero también algo más lento por la rigidez de algunos subcomponentes de servicios (como la educación y la salud, con tasas de inflación más persistentes, en torno al 3,5%). Del lado de la alimentación y la energía, la sorpresa al alza en los precios de los alimentos fue contrarrestada por la caída de los precios de la energía. Ante unas dinámicas de precios más benignas y una revisión a la baja de la previsión del PIB, ajustamos la previsión de inflación para 2025 ligeramente a la baja (del 2,2 al 2,1%).

### Portugal: componentes de la demanda

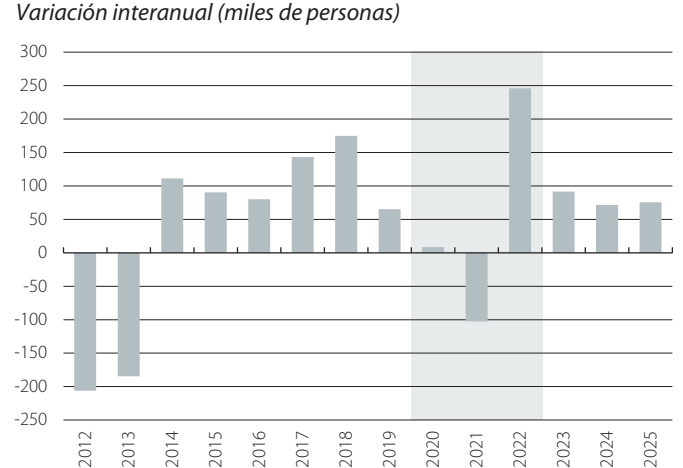
Variación intertrimestral (%)



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

### Portugal: evolución del empleo en el 1T de cada año

Variación interanual (miles de personas)

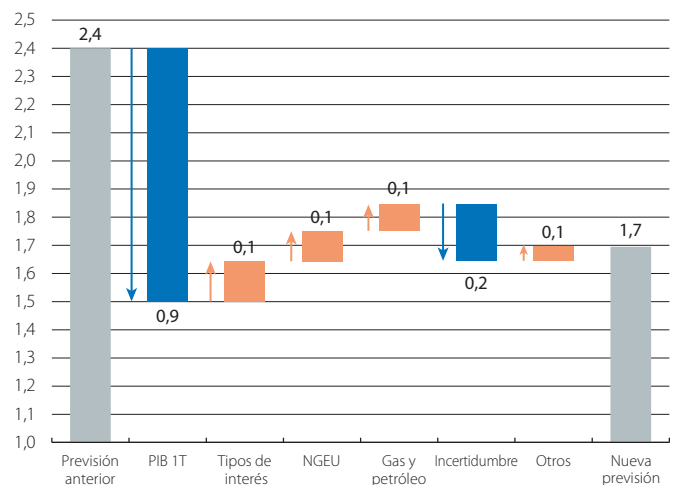


Notas: Datos no ajustados estacionalmente. El sombreado corresponde al periodo de la pandemia.

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

### Portugal: crecimiento del PIB en 2025

Previsión (%) y contribución de diversos factores (p. p.)



Fuente: CaixaBank Research.

**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 | 03/25 | 04/25 | 05/25 |
|-----------------------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Índice coincidente de actividad                                 | 3,5   | 1,8   | 1,6     | 1,5     | 1,8     | 1,7     | 1,6   | 1,6   | ...   |
| <b>Industria</b>                                                |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Índice de producción industrial                                 | -3,1  | 0,8   | 1,9     | -0,2    | -0,4    | -2,3    | -5,4  | -2,2  | ...   |
| Indicador de confianza en la industria (valor)                  | -7,4  | -6,2  | -6,6    | -6,1    | -4,2    | -5,1    | -5,3  | -5,1  | -4,9  |
| <b>Construcción</b>                                             |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas) | 7,5   | 6,0   | 9,8     | 13,2    | 22,3    | 30,5    | 33,1  | ...   | ...   |
| Compraventa de viviendas                                        | -18,7 | 14,5  | 10,4    | 19,4    | 32,5    | ...     | -     | -     | -     |
| Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)        | 9,1   | 8,5   | 6,8     | 8,5     | 13,2    | 15,8    | 16,9  | 16,9  | ...   |
| <b>Servicios</b>                                                |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Turistas extranjeros (acum. 12 meses)                           | 19,0  | 6,3   | 9,5     | 7,8     | 6,3     | 4,6     | 4,6   | 5,2   | ...   |
| Indicador de confianza en los servicios (valor)                 | 7,6   | 5,5   | 5,4     | 2,4     | 10,9    | 12,5    | 8,8   | 4,4   | 6,1   |
| <b>Consumo</b>                                                  |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Ventas comercio minorista                                       | 1,1   | 3,3   | 2,4     | 3,9     | 5,2     | 3,0     | 1,6   | 4,4   | ...   |
| Indicador coincidente del consumo privado                       | 2,9   | 2,8   | 2,3     | 2,7     | 3,4     | 3,7     | 3,6   | 3,4   | ...   |
| Indicador de confianza de los consumidores (valor)              | -28,6 | -18,0 | -18,7   | -14,3   | -14,3   | -15,5   | -16,0 | -17,9 | -18,2 |
| <b>Mercado de trabajo</b>                                       |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Población ocupada                                               | 2,3   | 1,2   | 1,0     | 1,2     | 1,3     | 2,4     | 2,3   | 3,0   | ...   |
| Tasa de paro (% de la población activa)                         | 6,5   | 6,4   | 6,1     | 6,1     | 6,7     | 6,6     | 6,4   | 6,3   | ...   |
| <b>PIB</b>                                                      | 2,6   | 1,9   | 1,5     | 2,0     | 2,8     | 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 | 03/25 | 04/25 | 05/25 |
|------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| General    | 4,4  | 2,4  | 2,7     | 2,2     | 2,6     | 2,3     | 1,9   | 2,1   | 2,3   |
| Subyacente | 5,1  | 2,5  | 2,4     | 2,5     | 2,7     | 2,3     | 1,9   | 2,1   | 2,3   |

**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 | 03/25 | 04/25 | 05/25 |
|------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Comercio de bienes</b>                            |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses) | -1,4 | 2,4  | -3,7    | 0,7     | 2,5     | 5,7     | 5,7   | ...   | ...   |
| Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses) | -4,0 | 2,2  | -5,6    | -0,8    | 2,2     | 5,5     | 5,5   | ...   | ...   |
| <b>Saldo corriente</b>                               | 1,5  | 6,1  | 4,2     | 5,2     | 6,1     | 4,4     | 4,4   | ...   | ...   |
| Bienes y servicios                                   | 4,0  | 6,7  | 5,7     | 6,1     | 6,7     | 5,4     | 5,4   | ...   | ...   |
| Rentas primarias y secundarias                       | -2,5 | -0,5 | -1,5    | -0,9    | -0,5    | -1,0    | -1,0  | ...   | ...   |
| <b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b> | 5,3  | 9,3  | 7,9     | 8,6     | 9,3     | 7,6     | 7,6   | ...   | ...   |

**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 | 03/25 | 04/25 | 05/25 |
|-------------------------------------------|-------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Depósitos <sup>1</sup></b>             |       |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Depósitos de hogares y empresas           | -2,3  | 7,5  | 5,6     | 6,0     | 7,5     | 6,5     | 6,5   | 6,1   | ...   |
| A la vista y ahorro                       | -18,5 | -0,3 | -8,6    | -6,7    | -0,3    | 3,5     | 3,5   | 4,1   | ...   |
| A plazo y preaviso                        | 22,2  | 15,3 | 24,0    | 20,9    | 15,3    | 9,3     | 9,3   | 7,9   | ...   |
| Depósitos de AA. PP.                      | -12,4 | 26,7 | 4,5     | 29,1    | 26,7    | 29,3    | 29,3  | 26,5  | ...   |
| <b>TOTAL</b>                              | -2,6  | 7,9  | 5,6     | 6,7     | 7,9     | 7,1     | 7,1   | 6,7   | ...   |
| <b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b> |       |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Sector privado                            | -1,5  | 2,1  | -0,3    | 1,0     | 2,1     | 3,3     | 3,3   | 3,7   | ...   |
| Empresas no financieras                   | -2,1  | -0,6 | -1,8    | -0,6    | -0,6    | 0,1     | 0,1   | 0,4   | ...   |
| Hogares - viviendas                       | -1,4  | 3,2  | 0,1     | 1,4     | 3,2     | 5,1     | 5,1   | 5,7   | ...   |
| Hogares - otras finalidades               | -0,3  | 4,7  | 2,5     | 4,0     | 4,7     | 5,1     | 5,1   | 5,1   | ...   |
| Administraciones públicas                 | -5,5  | 0,6  | -5,8    | -4,1    | 0,6     | -8,0    | -8,0  | -0,4  | ...   |
| <b>TOTAL</b>                              | -1,7  | 2,0  | -0,5    | 0,9     | 2,0     | 2,9     | 2,9   | 3,6   | ...   |
| <b>Tasa de morosidad (%) <sup>2</sup></b> | 2,7   | 2,4  | 2,6     | 2,6     | 2,4     | -       | -     | -     | -     |

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.

## 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 1S 2025

La economía española mantiene el dinamismo en un contexto global más complejo y exhibe un número creciente de sectores de actividad en fase de expansión. En esta tesitura, los sectores más expuestos al nuevo giro proteccionista de EE. UU. tienen el potencial para redirigir sus exportaciones hacia otros mercados mundiales, y las energías renovables pueden tener un papel estratégico en la competitividad industrial.



### Observatorio 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, prevemos 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.

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](http://www.caixabankresearch.com)

## 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>

Síguenos en:



[www.caixabankresearch.com](http://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](http://www.cegeglobal.com)

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

