

IM07

INFORME MENSUAL

NÚMERO 502 | JULIO-AGOSTO 2025



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Dependencias importadoras y urgencias competitivas para la industria europea

El difícil adiós de la UE a la energía rusa

India vs. China: una perspectiva de crecimiento

ECONOMÍA ESPAÑOLA

¿Ha favorecido el patrón reciente de crecimiento del empleo en España el avance de la productividad?

¿Se exporta tecnología y complejidad desde España?

El impacto económico del apagón en detalle

INFORME MENSUAL

Julio-Agosto 2025

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

CaixaBank Researchwww.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com**Enric Fernández**

Economista jefe

José Ramón DíezDirector de Economías y
Mercados Internacionales**Oriol Aspachs**

Director de Economía Española

Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

Adrià Morron Salmeron y**Oriol Carreras**Coordinadores del *Informe Mensual***BPI Research (UEEF)**www.bancobpi.pt/[https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/
estudios-mercados/research](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-mercados/research)deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:
9 de julio de 2025

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 LAS CLAVES DEL MES****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS****10 ECONOMÍA INTERNACIONAL****12** *Dependencias importadoras y urgencias competitivas para la industria europea*

David Martínez Turégano

15 *El difícil adiós de la UE a la energía rusa*

María Romero Meléndez

17 *India vs. China: una perspectiva de crecimiento*

Luís Pinheiro de Matos y Antonio Marta Miranda

22 ECONOMÍA ESPAÑOLA**24** *¿Ha favorecido el patrón reciente de crecimiento del empleo en España el avance de la productividad?*

Oriol Carreras Baquer

27 *¿Se exporta tecnología y complejidad desde España?*

Anna Bahí Esteba

30 *El impacto económico del apagón en detalle*

Zoel Martín Vilató y Josep Mestres Domènech

34 ECONOMÍA PORTUGUESA

Las finanzas públicas (también) en el punto de mira

Al complejo escenario económico global se le podría sumar un nuevo foco de preocupación: la salud de las finanzas públicas. Esta vez el detonante no sería un país emergente o del sur de Europa. La nueva Administración estadounidense ha aprobado un plan fiscal que, según las estimaciones iniciales, mantendría el déficit público de EE. UU. en niveles muy elevados los próximos años, alrededor del 7% del PIB, y podría situar la deuda pública en una preocupante trayectoria ascendente; en los próximos cinco años, podría aumentar 15 p. p., hasta el 130% del PIB. A todo ello se le suma el deterioro de las perspectivas de crecimiento de la primera economía mundial como consecuencia de la política económica puesta en marcha. Desde noviembre de 2024, el crecimiento previsto para este año se ha reducido en más de 0,5 p. p. y las perspectivas de crecimiento a medio plazo también se están deteriorando.

La experiencia de los últimos años muestra que la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas puede esfumarse rápidamente. Así sucedió recientemente en el Reino Unido, cuando Liz Truss anunció un plan fiscal con fuertes recortes de impuestos que ponían en entredicho las finanzas públicas británicas. Hace ya más de 10 años, durante la crisis financiera global, el repunte de las primas de riesgo de los mal llamados PIIGS también fue súbito y pronunciado. Además, es importante considerar que durante estos episodios aumenta la aversión al riesgo de los inversores, por lo que el tensionamiento de las condiciones financieras acostumbra a ser generalizado y no se suele diferenciar de forma apropiada la situación de cada economía. Ello obliga a redoblar los esfuerzos cuando los vientos son favorables.

En este contexto, la deuda pública española se sitúa ligeramente por encima del 100% del PIB, un nivel superior al de la mayoría de las economías desarrolladas (el 75% presenta un nivel inferior), aunque por debajo de la de grandes economías como Francia, Italia, EE. UU. y Japón. La deuda pública española es de las que más aumentó durante la pandemia (22 p. p. entre 2019 y 2020), pero tras el ajuste de los últimos años ya se acerca a los niveles de 2019, se encuentra 4 p. p. por encima.

Las dos palancas clave para que la deuda pública siga descendiendo son el déficit público y el crecimiento económico. El déficit público cerró 2024 en el 3,2% del PIB, un nivel sensiblemente inferior al que presentan EE. UU., Francia y el Reino Unido (en el 7,3%, 5,8% y 5,7%, respectivamente), y que permite que la deuda vaya reduciéndose, aunque de forma gradual y siempre que el crecimiento siga siendo dinámico. En este sentido, cabe resaltar que hasta la fecha el ritmo de avance del PIB español ha destacado entre el conjunto de economías desarrolladas, cerca del 90% de ellas presentó peores cifras en 2024, y además es generalizado por sectores. Según el Indicador Sectorial de CaixaBank Research, más del 50% de los sectores presenta un ritmo de crecimiento superior al promedio histórico, y ningún sector crece a un ritmo inferior al 1%. La robustez de la economía española es especialmente relevante en el contexto actual. Todo ello ha ayudado a que la prima de riesgo de la deuda pública española haya mantenido una trayectoria descendente, y a que se sitúe por debajo de la de Francia e Italia.

Para reforzar esta posición, los próximos años el déficit público debería seguir reduciéndose y el crecimiento económico debería seguir siendo relativamente dinámico. En este sentido, es clave que el crecimiento de la productividad presente una mejora respecto a las cifras de la última década. Entre 2014 y 2024, el crecimiento del PIB por hora trabajada solo creció un 0,5% anual en promedio. Sin embargo, las últimas cifras son esperanzadoras. Entre 2022 y 2024, el crecimiento de la productividad se ha doblado, hasta alcanzar el 1,0% anual en promedio.

Respecto al déficit público, a corto plazo todo indica que seguirá ajustándose gracias al buen ritmo de crecimiento que se espera que mantenga la actividad económica. Sin embargo, a medio plazo la presión sobre el gasto público aumentará, por el mayor gasto en defensa, en salud y en prestaciones sociales, lo que dificultará el ajuste. En este sentido, los ingresos públicos en España se encuentran cerca de la mediana de los países desarrollados. Por otro lado, también se observa que prácticamente todos los países desarrollados con un PIB per cápita superior al de España presentan una mayor eficiencia del sector público según el indicador del Banco Mundial que mide la calidad de los servicios públicos y la efectividad de las políticas públicas. En este ámbito, determinante para impulsar el progreso económico y reducir la desigualdad, el recorrido de mejora es amplio.

Oriol Aspachs
Julio-agosto de 2025

Cronología

JUNIO 2025 5 El BCE recorta los tipos de interés en 25 p. b. y baja el tipo <i>depo</i> hasta el 2,0%. 12 Según Copernicus, de la Comisión Europea, mayo de 2025 fue, a nivel mundial, el segundo mes de mayo más cálido desde que se tienen datos (el récord lo tiene mayo de 2024).
--

Agenda

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). 15 China: PIB (2T). 18 Portugal: balanza de pagos (mayo). 22 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo). 24 España: encuesta de población activa (2T). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. 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).

Aranceles y dependencias estratégicas: dos caras de la misma moneda

Una vez superado el ecuador del año, la lista de temas abiertos en la carpeta de la economía internacional continúa siendo considerable (niveles arancelarios finales, riesgo geopolítico, ajuste de la inflación en EE. UU., debilitamiento del dólar, etc.), lo que limita la visibilidad sobre el comportamiento de la actividad a corto plazo, justo cuando entramos en una época del año con elevada sensibilidad del canal financiero a cualquier sorpresa negativa. El equilibrio, por tanto, continúa siendo inestable, aunque sigue sorprendiendo la resiliencia del ciclo de negocios y de los mercados financieros a las distorsiones causadas por un riesgo geopolítico que cada vez va ganando más protagonismo. De momento, factores como la fortaleza del mercado de trabajo, la sólida posición financiera del sector privado, el dinamismo del sector tecnológico o el retorno de los tipos de interés a zona neutral (con la excepción de EE. UU.) parecen estar compensando el efecto de las perturbaciones acumuladas desde enero. Aunque, a corto plazo, la incertidumbre puede seguir afectando a las decisiones de consumidores y empresas, así como a los movimientos de los bancos centrales.

Por tanto, el resultado final de la negociación arancelaria determinará la senda de comportamiento de la economía internacional en los próximos trimestres y puede abrir escenarios de elevada heterogeneidad, siendo importante no solo el punto de llegada, sino también el cómo y cuándo se llegará a él. Por ahora, aunque todavía quedan muchos detalles por conocer y una nueva fecha límite para las negociaciones (1 de agosto), el nivel de arancel promedio de EE. UU. final puede aproximarse al 15%, compatible con las hipótesis detrás de la mayoría de los escenarios centrales de previsión que, en nuestro caso, situarían el crecimiento mundial este año en el 2,9%, solamente un escalón por debajo de los ritmos de actividad previos al ruido arancelario. En este sentido, aunque los datos de actividad del 2T que se publicarán a finales de julio permitirán tener algo más de visibilidad para valorar el impacto sobre el crecimiento ocasionado por las tensiones arancelarias —a través de los canales comercial, de precios y expectativas—, la sensación es que durante el primer semestre el efecto neto habrá sido moderado e inferior a las señales que anticipaban los indicadores de confianza. También la publicación de los datos de inflación de junio así como los resultados empresariales del 2T arrojarán algo de luz sobre cómo se está repartiendo el coste de las subidas arancelarias en EE. UU. entre consumidores, empresas y exportadores. Aunque lo más importante es que nada se ha roto de forma

definitiva al minimizarse el riesgo de efectos no lineales con un impacto potencial muy elevado, como la ruptura de las cadenas de suministros.

Más difícil será extrapolar tendencias de largo plazo, aunque todo lleva a un mundo más fragmentado, con un aumento de las barreras entre bloques comerciales y búsqueda generalizada de la autonomía estratégica, concepto inicialmente centrado en seguridad y defensa y, ahora, mutando hacia una orientación eminentemente económica. El problema es que, dados los vínculos económicos que se han ido conformando en las últimas décadas (véase «Dependencias importadoras y urgencias competitivas para la industria europea» en este mismo *Informe Mensual*), las decisiones de política comercial no van a ser inocuas para el crecimiento potencial futuro. En el caso de Europa, el porcentaje de la oferta de productos manufacturados (no energéticos) cubiertos con importaciones extracomunitarias ha pasado del 15% al 25% en los últimos 20 años, incluidos los productos industriales con un elevado contenido tecnológico donde esa dependencia es cada vez más elevada, como los componentes electrónicos (64,8%) o los equipos de telecomunicaciones (82,5%). Todo ello es un reflejo de la pérdida de competitividad del sector manufacturero europeo (y de la ganancia de complejidad en las exportaciones chinas, cada vez más parecidas a las europeas), lo que ha generado dependencias estratégicas muy importantes, poniendo de manifiesto la necesidad de acelerar la hoja de ruta de la Comisión Europea (Brújula de la Competitividad) basada en los informes Draghi y Letta. En este contexto, también se explicaría la urgencia que están mostrando países como Alemania en cerrar un rápido acuerdo con EE. UU., pues no solo está en juego un mercado fundamental para una gama de productos europeos de alta sensibilidad (automóvil, sector agrícola, etc.), sino que además las dependencias de EE. UU., aunque moderadas (3% de la oferta total), afectan a sectores estratégicos (farmacia, material de transporte, etc.). Esa búsqueda de la competitividad perdida de la industria europea, mientras se intentan optimizar las relaciones comerciales con las dos grandes potencias económicas en el mundo posglobalización, va a conformar el futuro de Europa a medio plazo. En definitiva, aunque es difícil pensar que «arancel» sea la palabra más bonita en el diccionario después de amor, como piensa Trump, sí que continuará siendo la más importante para nuestros escenarios económicos a corto plazo. Y para el comportamiento de los mercados financieros en una época del año de alta sensibilidad.

José Ramón Díez

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	4,00	3,25
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
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	1,75	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	1,90	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,70	2,06
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	1,74	2,10
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	1,76	2,11
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	1,91	2,14
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,09	2,18
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	1,89	1,97
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,30	2,40
España							
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
Portugal							
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
TIPO DE CAMBIO							
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
PETRÓLEO							
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 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
CRECIMIENTO DEL PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,5	3,5	3,3	2,9	2,9
Países desarrollados	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	0,6	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
Países emergentes y en desarrollo	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	3,4	1,4	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
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	5,5	6,6	5,7	4,3	3,9
Países desarrollados	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	1,6	2,3	4,2	7,3	2,5	2,9	2,3
Países emergentes y en desarrollo	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 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,7	0,0	0,0	1,7	2,8	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
Producto interior bruto	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,4	2,0
Otras variables							
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) ¹	0,3	-6,5	-7,1	-3,5	-3,2	-2,8	-2,6

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

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,8	0,5	1,2	1,9	3,2	2,0	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
Producto interior bruto	1,5	0,4	1,5	2,6	1,9	1,7	1,9
Otras variables							
Empleo	0,4	-0,4	1,1	2,3	1,2	1,0	1,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	6,6	6,5	6,4	6,4	6,4
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,1	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

Ni el riesgo geopolítico ni las amenazas comerciales frenan el avance de los activos de riesgo

Impacto contenido del repunte de riesgo geopolítico. El recrudecimiento de tensiones en Oriente Próximo con los ataques entre Israel, EE. UU. e Irán fue corto, intenso pero contenido. Así también fue la respuesta de los mercados financieros. El precio del barril de crudo Brent repuntó un 20% en tan solo una semana, de 66 a 79 dólares, para luego caer un 15% en cuestión de cinco días una vez anunciada una tregua. Desde entonces, el precio del Brent se ha consolidado a niveles en torno a los 67 y 68 dólares por barril, después de que los fundamentales han vuelto a dirigir las dinámicas de precios en un contexto de sobreoferta, en el que además la OPEP+ avanzará con la reversión del recorte de 2,2 millones de barriles implementado en 2023. La producción aumentará en 548.000 barriles diarios en agosto, acelerando el ritmo respecto a los incrementos consecutivos de 411.000 barriles diarios registrados en mayo, junio y julio. Los demás activos financieros respondieron de manera más tímida. El día de los bombardeos estadounidenses, el S&P 500 apenas cayó un 1,5%, el dólar se apreció un 0,3% y el oro, tradicional activo refugio, subió un 3% para rápidamente regresar a niveles previos. Tras este corto episodio, los mercados retomaron las tendencias ya observadas en el mes anterior: unos tipos de interés soberanos más estables en la eurozona, sin sobresaltos ni sorpresas por parte del BCE; unos tipos en EE. UU. que se mueven al son de las expectativas de política monetaria, sin que los riesgos fiscales derivados de la nueva ley de presupuesto (el OBBBA) ni las amenazas de aranceles impacten de manera significativa. Y unas bolsas que avanzan con resiliencia a pesar de las tensiones comerciales, lo que podría reflejar unos inversores optimistas para que la Casa Blanca finalmente consiga acuerdos con sus socios comerciales, o simplemente incredulidad de que Trump vuelva a imponer los aranceles recíprocos.

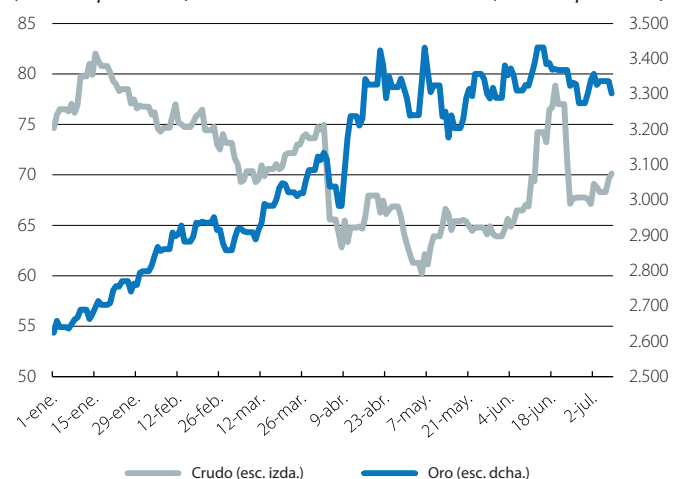
El BCE baja tipos y alcanza el «fin de un ciclo monetario». Como se anticipaba, en junio el BCE recortó los tipos en 25 p. b. (*depo* al 2,00%). Lagarde caracterizó la situación actual como «un fin de ciclo monetario», que ha alcanzado ya la normalización de la inflación tras las interrupciones de la COVID-19 y la guerra en Ucrania. De cara a la nueva fase del ciclo, se abre un abanico de escenarios en un entorno que el BCE describió como de incertidumbre «excepcional», por lo que de cara a las próximas reuniones el banco central reiteró su estrategia de dependencia de datos. Con todo, Lagarde valoró que el tono actual de la política monetaria está bien posicionado para responder a la incertidumbre, señalando así poca disposición a volver a bajar en julio. Los mercados financieros anticipan continuidad de tipos en la próxima reunión y una nueva bajada de 25 p. b. en el último tramo del año.

La Fed en pausa y con división de opiniones. Tampoco sorprendió la Reserva Federal, que mantuvo el tipo *fed funds* en el rango 4,25%-4,50%, prolongando por cuarta vez consecutiva la pausa que inició este año. Volvió a justificar la decisión argumentando que necesita más claridad sobre el impacto de los aranceles en los precios y la actividad antes de volver a mover ficha, y considera que la solidez de la economía le permite tomarse una nueva pausa. En la actualización de las previsiones macroeconómicas, la Fed no

Materias primas

(Dólares por barril)

(Dólares por onza)

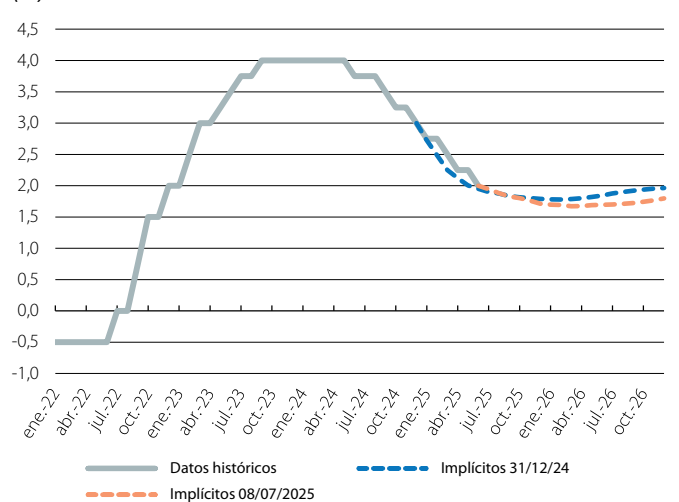


Nota: Crudo hace referencia al barril de Brent.

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

BCE: tipo depo

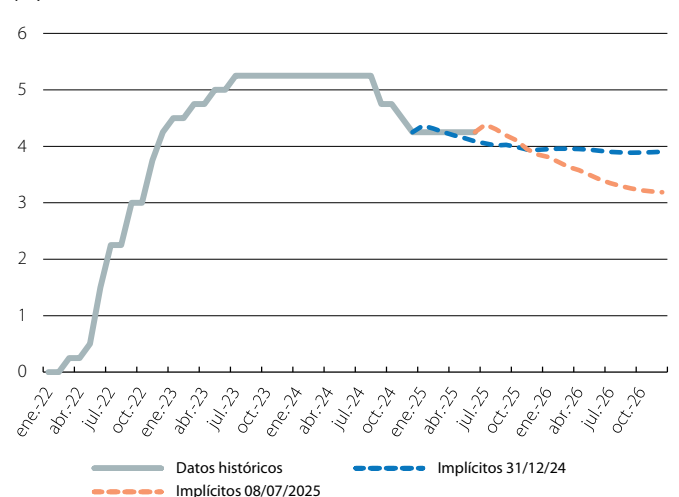
(%)



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

Reserva Federal: tipo fed funds

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y de Bloomberg.

alteró su valoración cualitativa de un escenario de mayor inflación y menor crecimiento, aunque sí intensificó la magnitud del impacto debido a unos aranceles más elevados de lo inicialmente estimado. Más relevantes fueron las proyecciones de tipos de interés en el *dot plot*. El gráfico mostró dos bloques bien definidos, y de tamaño similar, dentro del FOMC: por un lado, un grupo más cauto que anticipa solo una bajada de tipos este año o incluso ninguna; por el otro, un ala más acomodaticia que sigue proyectando al menos dos recortes. Esta dispersión de expectativas puso de manifiesto la creciente incertidumbre sobre la trayectoria de la política monetaria y refuerza la estrategia de dependencia de datos. Los mercados financieros anticipan que la Fed retomará la distensión monetaria después del verano, con dos bajadas de 25 p. b. este año.

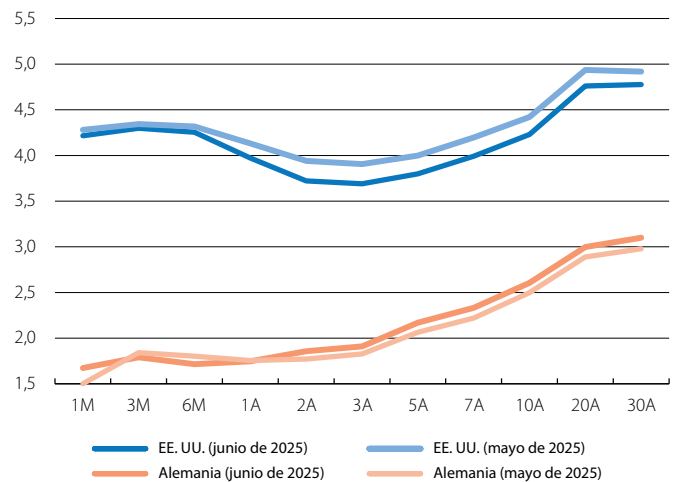
Las expectativas de política monetaria y fiscal guían a los tipos soberanos. Sin sorpresas del BCE y sin cambios en las tendencias de fondo de la economía de la eurozona, los tipos soberanos de la región se mantuvieron relativamente estables durante la primera mitad del mes. Al conocerse el nuevo proyecto de presupuesto de Alemania, que supone un aumento del gasto público, los tipos soberanos repuntaron de manera generalizada para cerrar en junio hasta 10 p. b. por encima de los niveles de finales del mes anterior. En EE. UU., en cambio, los tipos soberanos registraron movimientos de ida y vuelta, con caídas iniciales a lo largo de la curva propiciadas por la expectativa de una Fed más acomodaticia (que pudiera recortar hasta tres veces este año) ante el aparente impacto limitado, por ahora, que están teniendo los aranceles en los datos de inflación. Sin embargo, el buen dato de empleo del mes de junio revirtió la tendencia y cimentó la expectativa de que la Fed se mantendrá en pausa hasta después del verano, generando un repunte en los tipos de los *treasuries* desde principios de julio hasta el cierre de esta publicación.

Las tensiones geopolíticas no fueron suficientes para impulsar el dólar. A pesar del recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y la incertidumbre comercial, la divisa estadounidense se debilitó frente a sus principales pares casi un 3% en junio, hasta mínimos desde 2021. La tregua entre los países implicados en el conflicto de Oriente Próximo, que hizo repuntar el apetito por activos de riesgo, y los vaivenes de los tipos soberanos en EE. UU. propiciaron la caída de la divisa. Adicionalmente, las perspectivas de deterioro fiscal en EE. UU. no dejaron de pesar. La depreciación del dólar ha sido especialmente intensa frente al euro, que ya cotiza cerca de 1,18 por dólar (casi un 15% por encima de inicios de año).

Las bolsas: ¿optimistas, incrédulas o ambas? En un contexto de elevada incertidumbre geopolítica, y con la fecha de vencimiento de la pausa a los aranceles recíprocos acercándose, las bolsas globales tuvieron un mes positivo (el MSCI All Country World Index se apuntó un +4,3% en junio). Los índices estadounidenses lideraron las ganancias, impulsados por las tecnológicas, y el S&P 500 alcanzó un nuevo máximo histórico. Así, se cerró un mes en el que las bolsas reaccionaron menos a las amenazas de Trump, en lo que algunos analistas han llamado el *TACO trade* (Trump *Always Chickens Out*, Trump siempre se echa para atrás) y que reflejaría la expectativa, entre los inversores, de que eventualmente el presidente postergará o incumplirá su amenaza. Así, las bolsas cerraron la primera mitad del año recuperándose de las turbulencias de abril y destilando optimismo respecto a que eventualmente se llegarán a acuerdos comerciales y la economía global evitará una guerra arancelaria desordenada.

Curvas de rendimientos soberanos

Rendimiento (%)

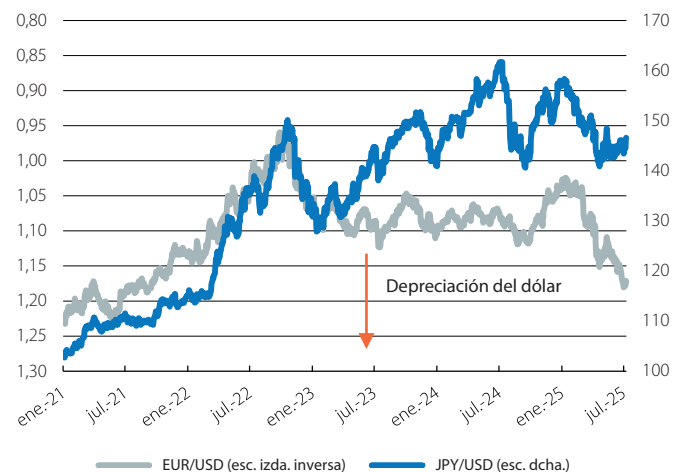


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Dólar frente al euro y el yen

(Dólares por euro)

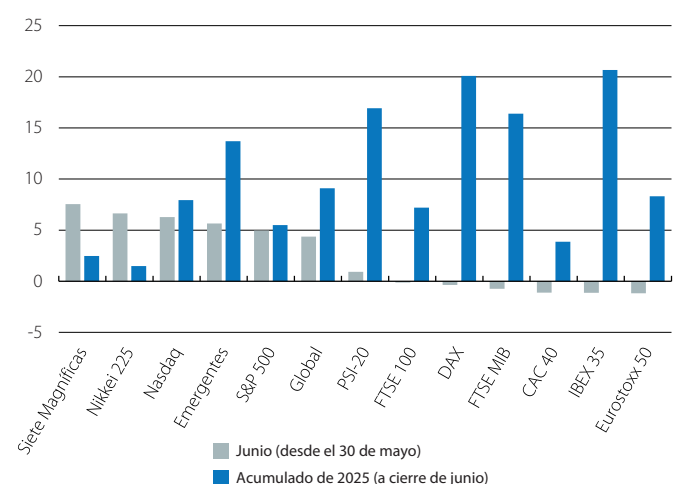
(Yenes por dólar)



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

Índices bursátiles

Variación (%)



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

Tipos de interés (%)

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,15	2,40	-25	-100,0	-210,0
Euríbor 3 meses	1,94	2,00	-5	-77,0	-176,7
Euríbor 12 meses	2,07	2,09	-2	-38,8	-150,6
Deuda pública a 1 año (Alemania)	1,76	1,77	-1	-48,5	-145,1
Deuda pública a 2 años (Alemania)	1,86	1,78	9	-22,1	-97,2
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,61	2,50	11	24,0	10,7
Deuda pública a 10 años (España)	3,24	3,09	15	18,1	-17,7
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,06	2,98	8	20,7	-19,4
EE. UU.					
Fed funds (límite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,29	4,32	-3	-1,3	-103,2
Deuda pública a 1 año	3,97	4,10	-13	-17,6	-114,3
Deuda pública a 2 años	3,72	3,90	-18	-52,2	-103,4
Deuda pública a 10 años	4,23	4,40	-17	-34,1	-16,8

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	58	-3	-3,1	-6,9
Itraxx Financiero Sénior	59	62	-3	-5,0	-13,1
Itraxx Financiero Subordinado	101	107	-6	-11,2	-27,4

Tipos de cambio

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,18	1,13	3,9	13,8	10,0
EUR/JPY (yenes por euro)	169,8	163,5	3,9	4,3	-1,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,86	0,84	1,8	3,7	1,3
USD/JPY (yenes por dólar)	144,0	144,0	0,0	-8,4	-10,5

Materias primas

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	568,50	555,02	2,4	6,0	5,4
Brent (\$/barril)	67,61	63,90	5,8	-9,4	-21,8
Oro (\$/onza)	3.303,14	3.289,25	0,4	25,9	42,0

Renta variable

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	6.205	5.912	5,0	5,5	13,6
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.303	5.367	-1,2	8,3	8,4
Ibex 35 (España)	13.992	14.152	-1,1	20,7	27,9
PSI 20 (Portugal)	7.456	7.388	0,9	16,9	15,1
Nikkei 225 (Japón)	40.487	37.965	6,6	1,5	2,3
MSCI emergentes	1.223	1.157	5,7	13,7	12,6

Equilibrios que engañan, desequilibrios que se sostienen

La geopolítica y la incertidumbre delinear el escenario global.

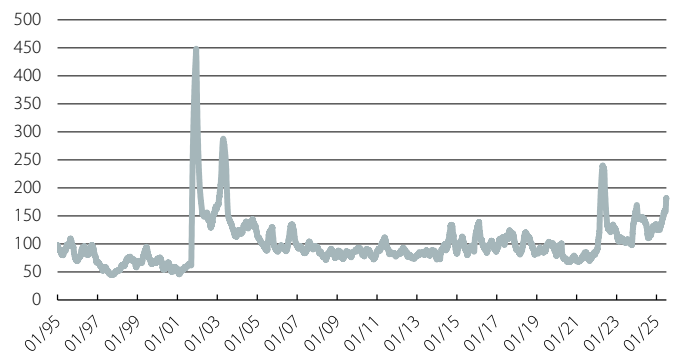
La tregua anunciada entre Irán e Israel a finales de junio, tras días de ataques y un bombardeo de EE. UU. a tres bases del programa nuclear iraní, se sumó a la cadena de episodios de tensión geopolítica que marcan los últimos meses y años. A pesar de que la tregua atajó los temores de un conflicto regional extendido y de una disrupción de la oferta de petróleo, el episodio recordó que la coyuntura sigue condicionada por la amenaza de nuevas disrupciones de oferta. Por su parte, la cumbre de líderes de los países de la OTAN llegó a un acuerdo para aumentar el gasto en defensa hasta el 5% del PIB (3,5% + 1,5% adicional en ciberseguridad, infraestructura, etc.). Entre conflictos abiertos o en pausa en distintas geografías, la fragmentación del tablero geopolítico a nivel global seguirá condicionando el escenario macroeconómico. Otra dimensión clave del entorno económico es la incertidumbre. A diferencia del riesgo (geopolítico u otro), esta se refiere a la imposibilidad de anticipar los eventos con cierto grado de certeza o probabilidad. Esta dimensión es particularmente visible en datos de incertidumbre por categorías, recopilados a partir de largas bases de datos de periódicos estadounidenses, donde, a diferencia de episodios anteriores, se observa un repunte generalizado en todas las categorías. Asimismo, en EE. UU. los principales índices de confianza del consumidor se han deteriorado en los últimos meses, mientras que las encuestas empresariales apuntan a la incertidumbre, los aranceles y los riesgos geopolíticos como los principales retos.

Aranceles: entre pausas, acuerdos, cartas y amenazas. Tras 90 días de pausa, Donald Trump firmó una orden ejecutiva para extender la suspensión de los aranceles hasta el 1 de agosto. Transcurridos estos días, en principio se volverán a aplicar los aranceles recíprocos anunciados el 2 de abril, el llamado *Liberation Day*, que se saldó con fuertes turbulencias en los mercados financieros. En cartas ya enviadas a algunos de sus mayores socios comerciales, la Casa Blanca remarcó las condiciones para los acuerdos bilaterales propuestos y actualizó los aranceles que se aplicarían en caso de no acuerdo. A Japón, Corea del Sur o Malasia se aplicarían aranceles del 25%, a Sudáfrica el 30%, a Indonesia el 32% y a Tailandia el 36% (niveles iguales o muy cercanos a lo anunciado el 2 de abril), mientras que a Brasil se le aplicaría un arancel del 50%. Por otro lado, Trump anunció un acuerdo con Vietnam (sin detalles oficiales).

Una política fiscal en modo «grande y hermoso» de ambos lados del Atlántico. El proyecto de ley recién aprobado por el Congreso estadounidense se enfoca en recortes de impuestos, donde destaca la extensión permanente de las rebajas fiscales introducidas en 2017, así como las nuevas deducciones por propinas y horas extra, prometidas durante la campaña electoral. Del lado del gasto, destaca tanto el aumento del presupuesto en partidas de defensa y seguridad nacional como la eliminación de incentivos fiscales vinculados al IRA y recortes de gasto en sanidad. Las primeras estimaciones apuntan a que el déficit total podría superar el 7% del PIB en los próximos años, mientras que la deuda federal superaría el 125% del PIB, notablemente por encima de los niveles actuales (sobre el 100% del PIB). Por su par-

Global: riesgo geopolítico

Índice (100 = promedio 1985-2019)

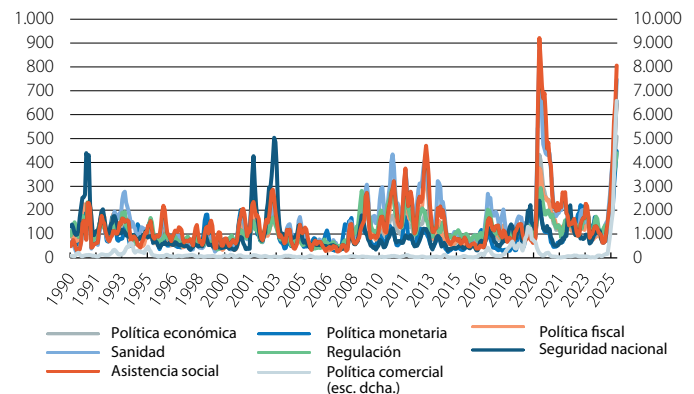


Notas: El índice se construye a partir de artículos de periódicos, mediante la búsqueda de palabras clave relacionadas con riesgos geopolíticos en los archivos electrónicos de 10 periódicos publicados en inglés. Un valor más alto para el índice señala un aumento del riesgo. Se muestra el promedio de 90 días.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D. y Iacoviello, M. (2022), «Measuring Geopolitical Risk» (descargados desde <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> el 01/07/2025).

EE. UU.: incertidumbre por categorías

Índice (100 = promedio 1985-2010)

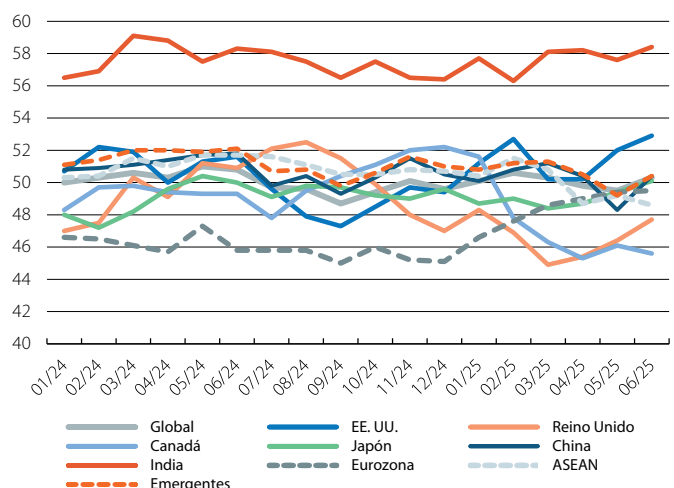


Notas: Los índices se construyen a partir de artículos de periódicos, mediante la búsqueda de palabras clave relacionadas con la incertidumbre en distintos ámbitos. Los datos se derivan de la base de datos Access World News, que contiene más de 2.000 periódicos estadounidenses. Cada subíndice contiene términos económicos, de incertidumbre y de política, así como un conjunto de términos específicos de cada categoría. Se muestra el promedio de tres meses. Cada serie se normaliza para tener una media de 100 en el periodo de 1985 a 2010.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Baker, S., Bloom, N. y Davis, S. (2016), «Measuring economic policy uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, 131 (4), 1593-1636 (descargados desde https://www.policyuncertainty.com/categorical_epu.html el 01/07/2025).

Global: PMI de manufacturas

Índice



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

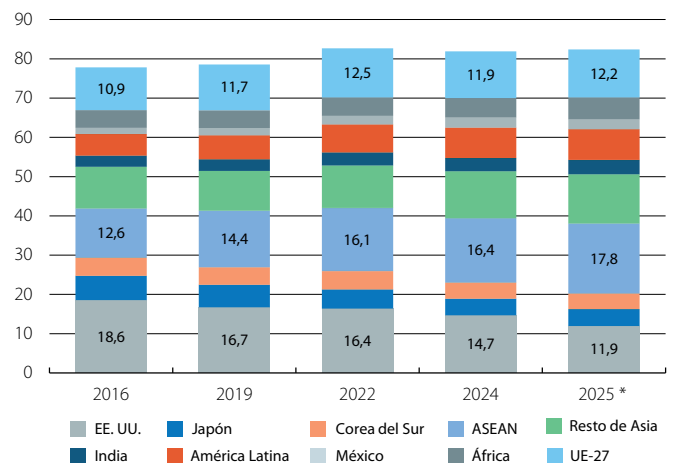
te, el Parlamento alemán aprobó un proyecto presupuestario para 2025-2029, donde se recoge un incremento del gasto federal de más de un 6,0% en 2025 y superior al 3,0% en 2026, por el incremento del gasto en defensa y en inversión. Asimismo, en los próximos años, el déficit presupuestario de Alemania debería situarse por encima del límite del 3% establecido por la UE.

Pese a la geopolítica, la incertidumbre y los aranceles, la economía global aguanta. El PMI manufacturero global se situó en los 50,3 en junio y recuperó su nivel de marzo, tras dos lecturas por debajo de los 50 puntos en abril y mayo. Por países, en EE. UU. el PMI se situó en los 52,9 puntos (un máximo desde el inicio de 2022). El análisis por componentes muestra un aumento de la producción en EE. UU. en el último mes, pero también de la compra de *inputs* y crecimiento de los precios, síntomas de una tregua arancelaria parcial y temporal. En la eurozona, el PMI manufacturero se situó en los 49,5 puntos (máximo desde el verano de 2022), mientras que en China se recuperó hasta los 50,4 puntos, tras una breve caída en mayo, la misma cifra que para el conjunto de las economías emergentes, donde también se observan subidas en junio. La mejora generalizada del PMI manufacturero en junio y la estabilidad del PMI mundial en torno a los 50 puntos en lo que va de año muestran una economía global que sigue aguantando múltiples *shocks* y avanza a ritmo moderado. Entre otros testigos de las tímidas perspectivas para la economía global, se encuentran las economías de Canadá y los países ASEAN, cuyos PMI (45,7 y 48,8 puntos en el 2T, vs. 49,9 y 51,0 en 2024, respectivamente) apuntan a una contracción más clara de la actividad manufacturera en el 2T.

Datos del 2T mixtos, tras un 1T con más sombras que luces. La última estimación del PIB del 1T de EE. UU. mostró que la demanda interna se ralentizó más de lo pensado. A pesar de que la variación del PIB se mantuvo sin cambios (-0,1% intertrimestral), destaca el sustancial ajuste sufrido por el consumo privado, motor clave de la economía estadounidense en los últimos años, con un crecimiento intertrimestral que se rebajó en 0,3 p. p., hasta el 0,1%. Los datos económicos disponibles para el 2T apuntan a un trimestre de moderación. En EE. UU., las ventas minoristas cayeron un 0,9% intermensual en mayo. Por otro lado, el «grupo de control» (que excluye componentes como vehículos, gasolina o restaurantes, y se considera más estable para medir la evolución de la actividad) creció un 0,4%, lo que apunta todavía a una solidez del consumo. En este entorno, el mercado laboral estadounidense se mantiene sólido. En el 2T, se crearon un promedio de 150.000 empleos al mes, frente a 111.000 en el 1T, mientras que la tasa de paro cayó del 4,3% al 4,1% en junio. En la eurozona, las ventas minoristas crecieron un 1,8% interanual en mayo (vs. 2,7% en abril, 2,0% en el 1T) y la tasa de paro subió ligeramente (6,3% en mayo vs. 6,2% en abril), y el índice de confianza ESI se mantuvo a la baja en junio (94 puntos vs. 94,8 anterior). En China, las ventas minoristas crecieron un 6,4% en mayo (vs. 5,1% de abril), una aceleración que se puede atribuir a los programas de estímulo al consumo de bienes duraderos, que crecieron a tasas de doble dígito. La producción industrial creció un 5,8% interanual (vs. 6,1% en abril), en un mes en el que las exportaciones de bienes se ralentizaron (+4,8% vs. +8,1% anterior). Entre vientos de cara a nivel interno y externo, el gigante asiático va creciendo a un ritmo moderado, apoyado por la política fiscal y un sector exportador que se va adaptando a un difícil entorno.

China: exportaciones

(% del total)

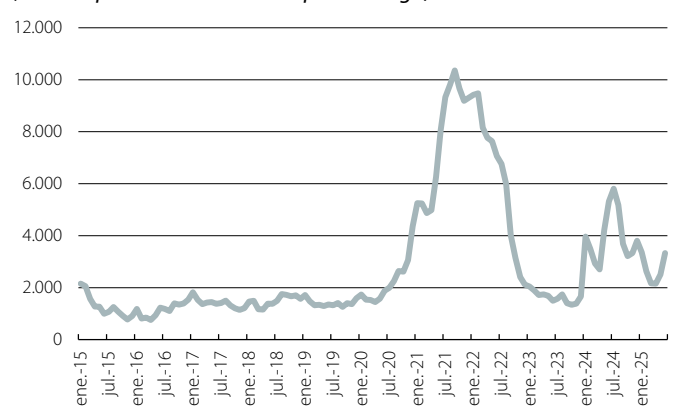


Nota: * Para 2025, se utilizan datos de exportaciones acumulados entre enero y mayo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadísticas de China, vía Bloomberg.

Global: precios de fletes de contenedores

(Dólares por contenedor de 40 pies de largo)

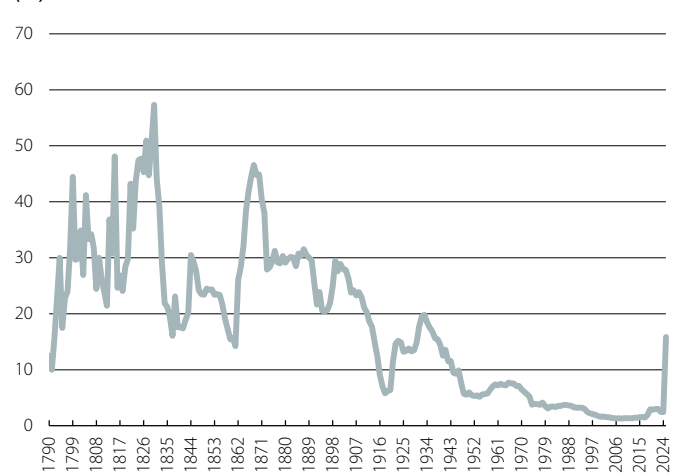


Nota: El índice mundial de contenedores (WCI, por sus siglas en inglés) recopilado por Drewry informa sobre los precios de fletes de contenedores en el mercado spot para las principales rutas comerciales este-oeste. El índice compuesto representa un promedio ponderado por volumen de las ocho rutas de envío, que incluyen: Shanghái-Róterdam, Róterdam-Shanghái, Shanghái-Génova, Shanghái-Los Ángeles, Los Ángeles-Shanghái, Shanghái-Nueva York, Nueva York-Róterdam y Róterdam-Nueva York.

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

EE. UU.: arancel efectivo aplicado

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir del The Budget Lab, de la Universidad de Yale (descargados desde <https://budgetlab.yale.edu/research/effective-tariff-rates-and-economic-uncertainty-rapid-policy-environment>, el 01/07/2025).

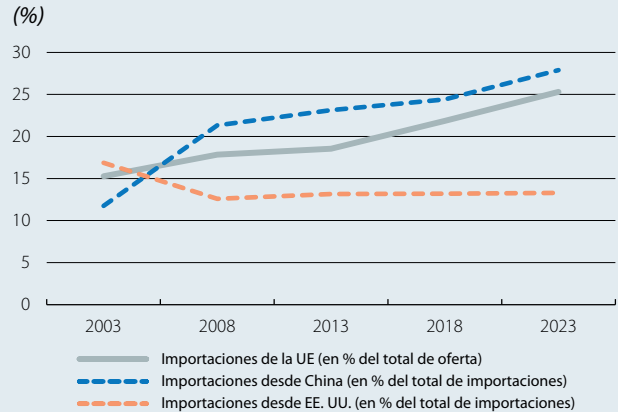
Dependencias importadoras y urgencias competitivas para la industria europea

En el cada vez más complejo y fragmentado escenario geopolítico global, la idea de autonomía estratégica en la UE ha mutado desde un puro concepto de seguridad y defensa a uno más amplio, con un elevado contenido económico.¹ La lógica es sencilla: más capacidades productivas propias dan más grados de libertad en la política internacional. El desenganche de la energía rusa es un buen ejemplo de ello (véase «El difícil adiós de la UE a la energía rusa» en este mismo *Informe Mensual*). También lo son las actuales negociaciones comerciales con EE. UU. Con la amenaza de un arancel del 20% anunciado por Trump el 2 de abril y de una posible escalada proteccionista en sectores clave, como la automoción o la industria farmacéutica, la UE ha adoptado un perfil contenido en sus respuestas² al tiempo que ha mantenido una retórica menos dura con China (*de-risking* frente a *de-coupling*).³ Puede ser un posicionamiento estratégico, pero ninguna de estas decisiones es difícil de entender a la luz de las dependencias importadoras acumuladas en lo que llevamos de siglo, desde minerales críticos a insumos intermedios y productos finales.⁴ Aquí centramos la atención en el sector de manufacturas, excluida la rama de energía.

La pérdida de competitividad industrial viene de lejos

Del total de la oferta de productos manufacturados no energéticos en la UE,⁵ el porcentaje cubierto por las importaciones extracomunitarias ha pasado de un 15% en 2003 a un 25% en 2023, con un incremento especialmente acusado

UE: dependencia importadora en productos manufacturados no energéticos

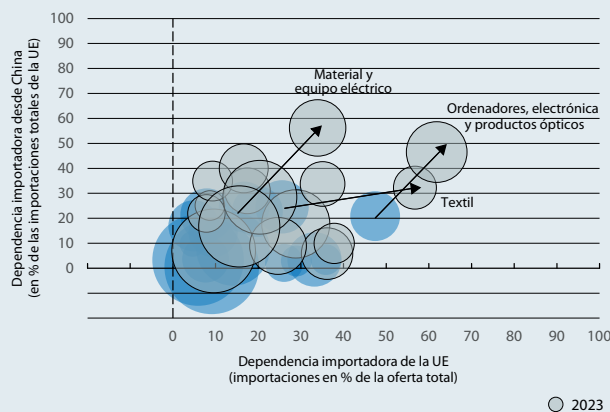


Nota: El total de oferta en la UE es la suma de la producción y las importaciones.

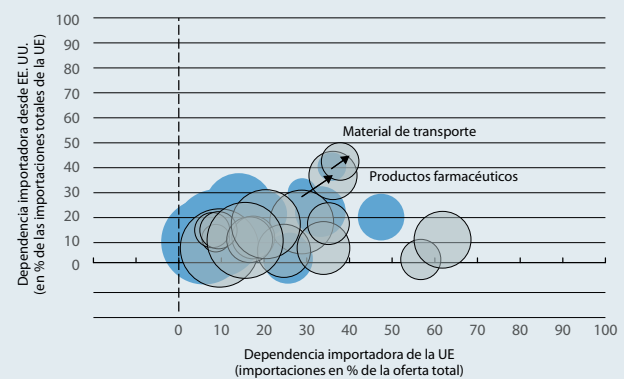
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de COMTRADE.

durante la última década (véase el primer gráfico). Esta tendencia refleja cómo se ha consolidado la pérdida de competitividad que venía observándose en el sector manufacturero europeo desde principios de siglo,⁶ y que continúa produciéndose en paralelo a la ganancia de cuota de mercado global de los productos chinos⁷ y en las importaciones de la UE (hasta cerca del 30% en 2023, lo que representa un 7% del total de la oferta de manufacturas no energéticas). En contraste, la dependencia respecto a EE. UU., que era al inicio del

UE: dependencia de manufacturas no energéticas de China, por grupos de productos



UE: dependencia de manufacturas no energéticas de EE. UU., por grupos de productos



Nota: Dependencia importadora para 16 grupos de productos a nivel de división CNAE. El tamaño de la burbuja es proporcional al peso de cada grupo de productos en la oferta total.

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

- Damen, M. (2022), «EU strategic autonomy 2013-2023: From concept to capacity», Parlamento Europeo.
- Véase el Focus «¿Dónde estamos y hacia dónde vamos con los aranceles de EE. UU.?» en el IM06/2025.
- García-Herrero, A. (2023), «The EU's concept of de-risking hovers around economic diversification rather than national security», Bruegel.
- Comisión Europea (2021), «Strategic dependencies and capacities».
- El total de oferta en la UE se define como la suma de la producción doméstica en los diferentes Estados miembros y el total de importaciones extracomunitarias.
- Marschinski, R. y Martínez-Turégano, D. (2020), «The EU's shrinking share in global manufacturing: a value chain decomposition analysis», National Institute Economic Review, n.º 252.
- Véase el capítulo 3 en Joint Research Centre (2022). «China 2.0 – Status and foresight of EU-China trade, investment, and technological race», Comisión Europea.

periodo mayor que la existente con China, se ha mantenido relativamente estable en los últimos 15 años (en torno al 13% de las importaciones y el 3% de la oferta).

Las dependencias de China alcanzan un amplio espectro productivo

Por grupos de productos, observamos que el incremento en la dependencia importadora de la UE respecto a China ha sido un fenómeno generalizado, que no solo ha afectado de forma intensa a manufacturas con menor contenido tecnológico, como la industria textil, sino que se ha extendido a otras más avanzadas, como la electrónica o la fabricación de maquinaria y equipamiento (véanse el segundo gráfico y la tabla).

De hecho, la dependencia europea de China en prendas de vestir y calzado ya acumula una década de descenso en favor de otros productores más competitivos del sudeste asiático, como Vietnam, reflejo del *upgrading* en las capacidades de producción en su sector de manufacturas. En esta dinámica, podríamos estar viendo una situación similar de «saturación» en la cuota de importación de ordenadores y otros productos electrónicos provenientes de China (como componentes, teléfonos móviles o equipos de precisión), que representaron en 2023 casi el 50% de las compras extracomunitarias (20% en 2003) y cerca del 30% del total de oferta en esta industria (10% al inicio del periodo).

La rama manufacturera que no parece tener freno en el incremento de la dependencia de la UE es la de material y equipo eléctrico (para consumo, como electrodomésticos, o para uso industrial, como baterías y generadores), en la que China alcanza ya casi un 60% de cuota importadora y un 20% del total de oferta (el doble que hace 10 años). Y de forma más incipiente, también con intensidad aún moderada, cabe hacer referencia al incremento del peso de la producción china en la oferta europea de químicos y automóviles desde 2018, que ha motivado en este último caso investigaciones por prácticas anticompetencia y la adopción de medidas proteccionistas por parte de la UE.⁸

Las dependencias de EE. UU. son moderadas, pero afectan a sectores estratégicos

En el caso de EE. UU., su cuota en las importaciones de la UE se ha mostrado relativamente estable en la mayoría de las manufacturas no energéticas. Las excepciones más notables son la industria farmacéutica (tanto productos base como especialidades) y la de material de transporte, en las que los productos estadounidenses han alcanzado el 35% de las compras extracomunitarias y un 15% de la oferta total (véase el tercer gráfico), niveles de dependencia que superan ampliamente los relativos a China en ambos sectores. De forma más detallada, destaca la industria aeronáutica y espacial, en la que casi dos tercios de las importaciones europeas provienen de EE. UU., representando casi un 30% de la oferta total de estos productos en la UE (véase la tabla).

8. Véase <https://trade.ec.europa.eu/access-to-markets/en/news/eu-commission-imposes-countervailing-duties-imports-battery-electric-vehicles-bevs-china>.

Principales productos manufacturados no energéticos con mayor dependencia importadora en la UE (2023)

	Total de oferta (miles de millones de euros)	Importaciones		
		Totales (% del total de oferta)	Desde China (% del total de importaciones)	Desde EE. UU. (% del total de importaciones)
Especialidades farmacéuticas	291	34,3	2,0	38,7
Productos básicos de hierro, acero y ferroaleaciones	194	28,0	10,3	1,1
Aeronáutica y espacial y su maquinaria	149	44,8	3,5	63,8
Componentes electrónicos	119	64,8	38,7	5,5
Equipos de telecomunicaciones	109	82,5	57,7	4,2
Instrumentos y suministros médicos y odontológicos	99	40,8	14,9	30,6
Equipos de medida, verificación y navegación	90	28,4	19,9	26,5
Ordenadores y equipos periféricos	87	81,0	63,0	5,6
Productos farmacéuticos de base	78	43,2	18,1	25,7
Aluminio	73	33,8	4,0	1,9
Pilas y acumuladores eléctricos	66	47,2	81,1	2,5
Aceites y grasas	66	32,3	0,9	2,4
Motores, generadores y transformadores eléctricos	53	29,2	43,5	8,7
Electrodomésticos	52	39,5	65,2	1,7
Maquinaria para las industrias extractivas y de la construcción	50	25,9	26,8	8,3
Equipos eléctricos y electrónicos para vehículos de motor	42	32,3	7,6	4,0
Metales preciosos	42	44,4	0,6	9,0
Calzado	38	57,0	34,7	0,7
Asientos y sus partes; partes de muebles	36	27,4	63,8	1,1
Procesado y conservación de pescados, crustáceos y moluscos	36	35,8	8,0	3,3
Productos electrónicos de consumo	36	52,0	70,0	2,2
Herramientas	34	27,4	44,1	7,9
Neumáticos y cámaras de caucho	34	27,8	30,8	2,8
Fertilizantes y compuestos nitrogenados	31	26,7	3,7	5,8
Lámparas y aparatos eléctricos de iluminación	30	32,8	70,9	2,7

Nota: Grupos de productos a 4 dígitos de la clasificación PRODCOM con un valor mínimo de oferta total de 10.000 millones de euros y dependencia importadora mínima del 25%; excluidos los grupos referidos a conjuntos de productos sin una descripción específica (por ejemplo, «Otros»...).

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

El sueño competitivo de Draghi no se logrará sin esfuerzo

La hoja de ruta de la Comisión Europea para relanzar la competitividad de nuestro mercado único es un proyecto ambicioso y va en la buena dirección para afrontar los retos económicos estructurales y geoestratégicos.⁹ Sin embargo, alcanzar sus objetivos requerirá de un compromiso coordinado de los Estados miembros que debe ir más allá de la comunión que surge en situaciones extremas, como las que han puesto a la UE al borde del precipicio en varias ocasiones durante los últimos 20 años (la más reciente, lo que parece el fin del paraguas de seguridad atlántico). Reflejo del compromiso que se necesita, cabe recordar que el salto competitivo de amplio espectro que ha dado China responde a una estrategia de largo recorrido para mejorar la capacidad adquisitiva de sus ciudadanos. Para poder andar en esta misma dirección, urge alcanzar un consenso que permita revitalizar la inversión europea¹⁰ y atajar la actual escasez de mano de obra con las capacidades y conocimientos necesarios para impulsar sectores clave de la economía.¹¹

David Martínez Turégano

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

10. Véase el Focus «Radiografía de la atonía inversora en la UE» en el IM05/2025.

11. Véase el Focus «Un mercado laboral europeo en transformación: el papel de la inmigración y los nuevos empleos» en el IM06/2025.

El difícil adiós de la UE a la energía rusa

El pasado 6 de mayo, la UE presentó su hoja de ruta,¹ que ha sido acompañada de una propuesta legislativa² presentada el 17 de junio para poner fin a la dependencia energética de Rusia de petróleo, gas y energía nuclear (las importaciones de carbón ruso ya han sido eliminadas mediante sanciones). Desde el estallido del conflicto bélico en febrero de 2022, mediante sanciones y búsquedas de socios más fiables, las importaciones de energía rusa se han reducido notablemente, si bien siguen representando una parte importante de la matriz energética europea. El camino hacia la eliminación de las importaciones de energía desde Rusia, aunque gradual, no será sencillo ni estará exento de obstáculos y precisará de importantes esfuerzos de coordinación por parte de los Estados miembros (como ya ocurrió para eliminar el tránsito de gas ruso a través de Ucrania, que finalizó en diciembre de 2024) para construir un sistema energético sostenible, seguro y competitivo.

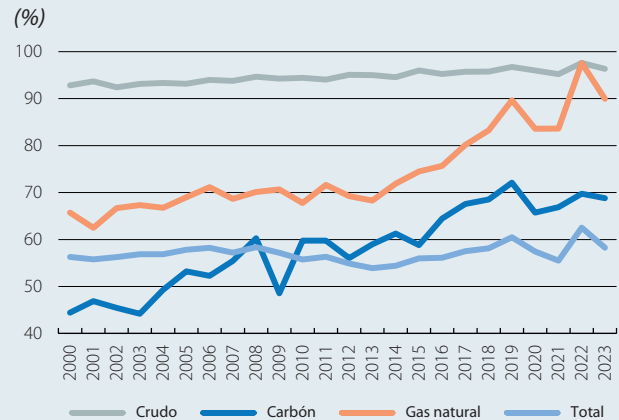
De la energía rusa a la diversificación

La UE sigue siendo muy dependiente de la energía importada. En 2023 (el último dato disponible), la ratio de dependencia energética³ se situó en el 58%, una reducción de algo más de 4 puntos respecto a 2022 y ligeramente por debajo de 2019, aunque todavía algo por encima del promedio 2000-2019 (cuando se situaba por debajo del 57%).

La invasión rusa de Ucrania puso de manifiesto la necesidad urgente de transformar el *mix* energético de la UE, una tarea compleja, dado que Rusia, en ese momento, era el principal proveedor de energía de la UE (el 30% de las importaciones energéticas totales de la UE en 2021 provinieron de Rusia y este porcentaje se ha reducido hasta el 5,3% en 2024).⁴ Para ello, la Comisión presentó el plan REPowerEU en mayo de 2022 (que tiene como principal fuente de financiación el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia). Tiene como objetivos ahorrar energía, producir energía limpia, diversificar el abastecimiento energético de la UE y combinar de forma inteligente inversiones y reformas.

Todavía queda camino por recorrer, pero ya se han producido avances en varios de estos frentes. Así, las importacio-

Rusia: dependencia energética de la UE

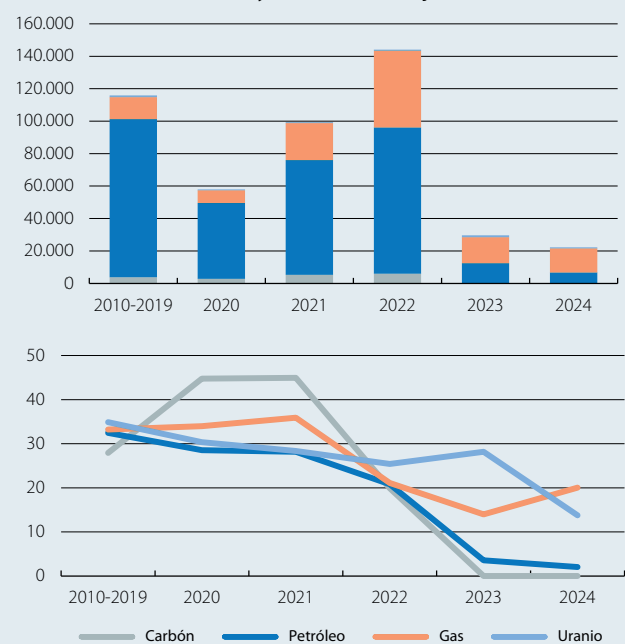


Nota: La dependencia energética se define como las importaciones netas de energía divididas entre la energía bruta disponible.

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

Rusia: importaciones energéticas de la UE

Millones de euros (arriba) y % del total (abajo)



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

1. Los Estados miembros deben elaborar un plan para finales de este año en el que se explique cómo van a contribuir a la reducción de las importaciones de energía de Rusia.

2. Incluye, entre otros temas, la prohibición de nuevos contratos de gas ruso a partir de enero de 2026 y la finalización de los contratos a largo plazo antes de que termine 2027.

3. La tasa de dependencia energética muestra la proporción de energía que una economía debe importar. Se define como las importaciones netas de energía divididas entre la energía bruta disponible, expresada en porcentaje.

4. Está calculado con el importe en euros de las importaciones. Consultando la base de datos de Eurostat (ds-045409) y teniendo en cuenta los siguientes productos: 2701, 2709, 2710, 271111, 271121, 284410, 284420 y 840130).

nes de petróleo ruso pasaron de representar alrededor del 29% en 2021 a apenas un 2,5% en 2024 (véase el segundo gráfico). EE. UU. se ha convertido en el principal proveedor de petróleo para la UE (en 2021, era el segundo proveedor, por debajo de Rusia), seguidos de Noruega y Kazajistán, que aumentaron notablemente su peso.

En gas natural, el progreso también ha sido sustancial, ya que, en 2021, el 45% de las importaciones de la UE de gas natural (ya fuera por gasoducto o en forma de gas natural licuado [GNL]) procedían de Rusia y se han reducido hasta el 19% en 2024. Rusia se ha mantenido como el segundo proveedor de GNL, pero con bastante distancia respecto a EE. UU.

La reducción se explica, principalmente, gracias al aumento de las importaciones de GNL desde países como EE. UU. y Noruega (que fue el principal proveedor de gas a la UE en 2024 con un 33% del total y sobre todo en gas por gasoducto, ya que en GNL esta clasificación la encabezó EE. UU.), pero también por la reducción del consumo de gas en el continente (que en 2024 se situó un poco por debajo del 20% respecto a 2021; desde 2022, todos los años se han producido reducciones, con la excepción de 2024, cuando aumentó un 1% respecto a 2023). La UE ha adoptado diferentes medidas para asegurar su capacidad de seguir importando GNL en el futuro. Desde 2022, la construcción y ampliación de terminales de regasificación ha sido una prioridad (como, por ejemplo, el caso de Alemania, donde no contaban con terminales de GNL antes de 2022 y han puesto en marcha con mucha celeridad varias terminales flotantes de regasificación). Además, se han reforzado las interconexiones gasistas para redistribuir el gas desde los puertos hacia el interior del continente y se están firmando contratos a largo plazo con proveedores clave como EE. UU., Catar y Argelia. También se ha aumentado la capacidad de almacenamiento y se han establecido unos niveles de reservas con el objetivo de garantizar la seguridad energética en los meses de mayor demanda.

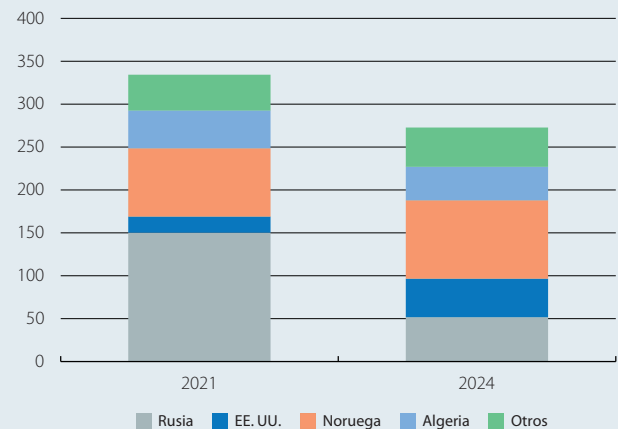
Sin embargo, la evolución de las importaciones de uranio ruso es la excepción; la reducción ha sido limitada, ya que en 2024 seguían prácticamente al mismo nivel de 2022 (apenas un 2% por debajo en valor monetario, si bien su peso sobre el total de las importaciones europeas se ha reducido notablemente hasta el 14% desde el 25% de 2022). Tienen un peso reducido en el total de las importaciones energéticas, pero es un producto esencial para el funcionamiento de los reactores nucleares, que generan alrededor del 25% de la electricidad en la UE. La reducción de las importaciones desde Rusia se ha compensado con un importante aumento de compras de uranio canadiense, que en 2024 supuso el 31% del total de las importaciones de uranio de la UE, frente al 18% que representaban en 2022.

El papel creciente de las energías renovables

Otro de los pilares del plan REPowerEU era aumentar la incorporación de fuentes renovables en la producción de energía (con el objetivo para 2030 de que las renovables supongan el 42,5% del total de la energía producida en la UE). En 2023 (el último dato disponible), el 24,5% del consumo final bruto de energía en la UE provino de fuentes renovables, y en el *mix* eléctrico europeo el peso de estas no ha dejado de crecer, alcanzando el 47,2% del total de la electricidad neta generada en la UE en 2024 (véase el cuarto gráfico), aunque existen notables diferencias entre países. Las tecnologías más destacadas fueron la energía eólica y la hidroeléctrica (que representaron más de dos tercios de la generación renovable) y la solar también creció de manera significativa y se consolidó como una fuente clave en la transición energética del continente.

Gas natural importado por la UE

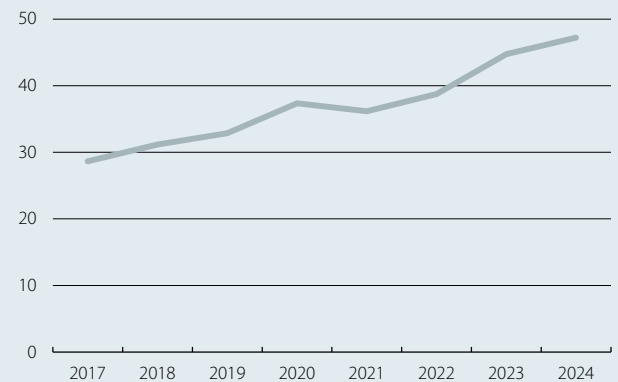
(Miles de millones de metros cúbicos)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

UE: electricidad procedente de fuentes renovables

(% del total)



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

La desconexión energética de Rusia está en marcha, pero aún queda trabajo por hacer

La desconexión de Rusia avanza, así como el cambio en el modelo energético de la UE, y el progreso en apenas tres años es notable: se ha reducido drásticamente la dependencia del petróleo y gas rusos, se ha diversificado el aprovisionamiento y se ha acelerado la transición hacia fuentes renovables. Sin embargo, todavía persisten desafíos importantes, como la elevada dependencia de importaciones energéticas en general, la limitada reducción en el caso del uranio ruso o la necesidad de reforzar las infraestructuras de interconexión y almacenamiento. En este contexto, la Brújula de la Competitividad marca una hoja de ruta clara: avanzar hacia un sistema energético más limpio, resiliente y asequible será clave no solo para la seguridad energética, sino también para la competitividad industrial y la sostenibilidad económica de la UE a largo plazo. No obstante, la UE parte con desventajas competitivas en la cadena de valor de tecnologías limpias, desde el acceso a materias primas críticas hasta la fabricación de baterías y paneles solares, donde depende en gran medida de terceros países.

María Romero Meléndez

India vs. China: una perspectiva de crecimiento

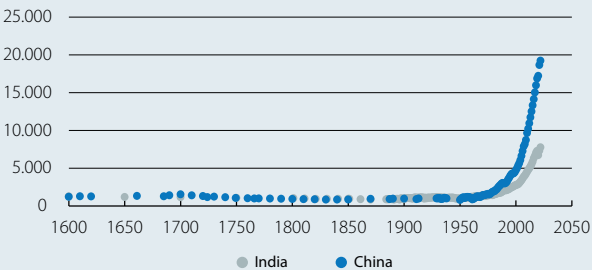
La ascensión de la India y de China como potencias económicas ha sido uno de los cambios más profundos en la economía global de las últimas décadas que ha deshecho un panorama hasta entonces dominado por economías avanzadas. En un artículo anterior,¹ se exploró el papel que podría desempeñar la India en el tablero económico global, destacando su rápido progreso y buenas perspectivas de crecimiento a medio plazo. Sin embargo, la India se encuentra en una fase de desarrollo distinta a la de China. Para entender las diferencias en su desarrollo, adoptaremos una perspectiva de crecimiento de largo plazo, con el objetivo de identificar los factores que han impulsado la economía india y las causas últimas de su divergencia con China.

La rueda del dharma y sus ejes de dirección: capital, trabajo y productividad

Hasta los años setenta, la India y China compartían niveles de ingresos similares. A pesar de trayectorias históricas muy distintas, el PIB per cápita de ambos países rondaba los 1.400 dólares (a precios constantes de 2011), lejos de otras economías como Japón (15.000), Corea del Sur, Filipinas o Tailandia (3.000). A partir de los años ochenta, sus trayectorias de crecimiento se separan de forma clara, lo que ha sido objeto de amplia discusión.

Ambos países comparten características como una vasta geografía, gran población y un crecimiento económico acelerado en las últimas décadas (el PIB de China se multiplicó por 10 en 40 años, el de la India por 5). Sin embargo, sus modelos de crecimiento han sido distintos. China ha destacado por el desarrollo de su sector manufacturero, impulsa-

India y China: PIB real per cápita (Dólares internacionales de 2011)



Nota: Se utilizan precios internacionales constantes de 2011, lo que ajusta el nivel de PIB por la inflación y las diferencias en el coste de vida entre países. Las fuentes primarias para los datos de India son Broadberry, S.N., Custodis, J. y Gupta, B. (2015), «India and the great divergence: an Anglo-Indian comparison of GDP per capita, 1600–1871», *Explorations in Economic History*, 55, 58-75, y para China Xu, Y. Z. et al. (2016), «Chinese National Income, ca. 1661-1933», *Australian Economic History Review*, 57(3), 368–393 y Wu, H. X. (2014), «China’s growth and productivity performance debate revisited – Accounting for China’s sources of growth with a new data set», *The Conference Board Economics Program Working Paper Series EWP#14-01*.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Maddison Project Database (MPD).

do por la apertura comercial y la atracción de inversión extranjera directa (IED), fenómeno conocido como el *shock* de China para la economía global.² La India, en cambio, ha basado su crecimiento en la expansión del sector servicios. Una descomposición del crecimiento por factores productivos, llamada contabilidad del crecimiento, revela las fuentes del lado de la oferta que han influido en esta trayectoria.

La primera tabla presenta la composición del crecimiento del PIB de la India, de China y de un conjunto de economías asiáticas emergentes, entre 1970 y 2024, y muestra la contribución del trabajo, el capital y la productividad total de los

Fuentes de crecimiento: India, China y Asia emergente, 1970–2024
Promedio anual (%) y contribuciones de los factores (p. p.)

	1970-2024			1970-1989			1990-1999			2000-2014			2015-2024		
	India	China	Asia emergente	India	China	Asia emergente	India	China	Asia emergente	India	China	Asia emergente	India	China	Asia emergente
Crecimiento del PIB	5,5	8,2	4,9	4,2	8,1	5,2	5,6	9,5	4,8	6,8	9,3	5,1	5,7	5,5	4,0
Trabajo (cantidad)	0,9	0,8	1,0	1,3	1,7	1,4	0,9	0,8	1,0	0,5	0,3	0,7	0,4	-0,3	0,6
Trabajo (calidad)	0,7	0,3	0,2	1,1	0,3	0,2	0,6	0,2	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Capital (TIC)	0,5	0,4	0,5	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,7	0,9	0,8	0,5	0,4	0,7	0,2
Capital (no TIC)	2,7	4,9	3,2	2,0	4,0	3,6	2,5	5,3	3,1	3,7	6,5	2,9	3,0	4,1	3,1
PTF	0,7	1,8	-0,1	-0,2	2,2	-0,4	0,8	3,0	-0,4	1,3	1,3	0,7	1,6	0,8	-0,1
Producción por trabajador	4,6	7,4	3,9	2,9	6,5	3,8	4,7	8,7	3,8	6,3	9,0	4,4	5,2	5,8	3,4

Notas: Otras economías asiáticas emergentes incluyen Bangladés, Camboya, Indonesia, Malasia, Myanmar, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka, Tailandia y Vietnam. La contribución del capital al crecimiento mide el crecimiento de la oferta de capital, ya sea en edificios, maquinaria o software. El capital TIC se refiere a los activos de tecnología, información y comunicación. La contribución del trabajo mide el crecimiento de la oferta de trabajadores (cantidad) y el aumento de sus cualificaciones (calidad). La productividad total de los factores (PTF) se refiere a la eficiencia con la que se utilizan el capital y el trabajo en el proceso de producción.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de The Conference Board.

1. Véase el Focus «India: la rueda del dharma en el camino del desarrollo» en el IM05/2025.
2. Véase por ejemplo Autor, D., Dorn, D. y Hanson, G. (2016). «The China shock: Learning from labor-market adjustment to large changes in trade», *Annual Review of Economics*, 8(1), 205-240.

factores (PTF).³ También se analiza, por separado, el crecimiento de la producción por trabajador. La experiencia de China destaca por su crecimiento sostenido a lo largo de todo el periodo. Aunque las contribuciones (absolutas) del crecimiento de la fuerza laboral han sido similares, el crecimiento del producto por trabajador en China fue casi el doble que en la India hasta los años 2010.

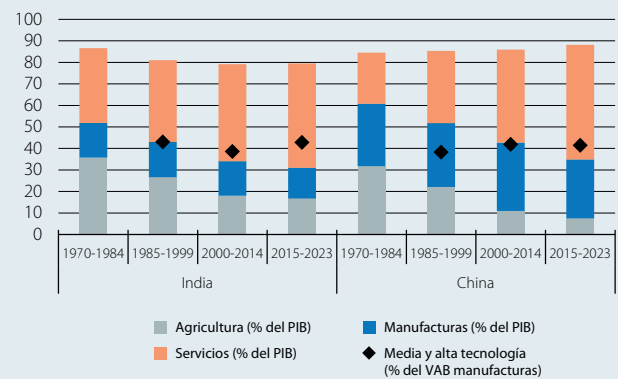
Entre las fuentes de crecimiento, se observan dos fases distintas. En los años ochenta y noventa, China experimentó un fuerte crecimiento de la productividad, acompañado de una elevada inversión en capital. En contraste, la India mostró una menor contribución del capital, incluso en comparación con otras economías asiáticas emergentes, y un crecimiento de la productividad inferior al 1%. A partir de los años 2000, China vio una ralentización en el crecimiento de la productividad, aunque la inversión en capital se mantuvo elevada, explicando entre el 75% y el 90% de su crecimiento en el último cuarto de siglo. En la India, en cambio, se produjo una aceleración tanto de la productividad como de la contribución del capital.

La economía india en perspectiva

Las diferencias en las contribuciones de los factores productivos reflejan transformaciones estructurales y reformas implementadas en ambos países. En el caso de la India, el trabajo ha tenido una mayor contribución relativa, tanto en cantidad como en calidad. En cuanto a cantidad, esto se explica por las tendencias demográficas y el paulatino descenso de la tasa de participación laboral china. Por otro lado, si bien la informalidad ha ido cayendo en las últimas décadas, sigue siendo muy elevada en la India. El país presenta uno de los mayores índices de informalidad en el empleo de la región (cerca del 80%) y una elevada disparidad en la productividad laboral entre los sectores formal e informal.⁴ Además, la participación laboral femenina sigue siendo baja (sobre el 30% vs. el 60% en China), y una parte importante de la fuerza laboral se

India y China: composición sectorial

Valor añadido bruto (VAB) de cada sector (%)



Notas: Para China, los datos del sector de manufacturas para 1970-1999 son estimados, con base a la composición sectorial de los sectores de agricultura y servicios en cada año, y el histórico del VAB total en la suma de los tres sectores. Se consideran manufacturas de media y alta tecnología los sectores ISIC (International Standard Industrial Classification of All Economic Activities) 24, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35 (sin el 351), lo que incluye el sector químico, maquinaria, equipos eléctricos, electrónicos y de precisión, y equipos de transporte, según la clasificación del Banco Mundial. Esta desagregación no incluye sectores como las utilities, la construcción o la minería.

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

encuentra todavía en sectores de baja productividad, como la agricultura y la construcción. Del lado de la calidad, cabe destacar el gran progreso de la India en materia de educación en las últimas décadas. Por ejemplo, la tasa de alfabetización de la población adulta ha subido del 50% en los años noventa a más de un 75% actualmente (llegando casi al 100% entre los jóvenes), mientras que la tasa de finalización de la educación secundaria inferior ha llegado casi al 90% entre el grupo de edad relevante (frente a un 60% en el inicio de los años 2000).⁵

En cuanto al capital, su contribución ha aumentado de forma sostenida desde los años noventa, convirtiéndose en el principal motor de crecimiento. Este impulso se debe a las reformas de liberalización económica iniciadas en esa década, que estimularon la inversión tanto doméstica como extranjera, y promovieron el desarrollo de servicios intensivos en capital. También se ha observado un aumento progresivo de la inversión pública, financiada por mayores ingresos fiscales.

La aceleración de la productividad en la India está vinculada a reformas estructurales que han mejorado la asignación de recursos hacia sectores de mayor valor añadido. Las mejoras institucionales (como el refuerzo de la autonomía del banco central de la India) han contribuido a un largo periodo de estabilidad política y económica, mientras que el desarrollo de infraestructura digital ha impulsado la innovación y la inclusión financiera.

A pesar de los avances, la India enfrenta importantes desafíos. Su convergencia con economías de mayores

3. En la India, este periodo se puede dividir entre el periodo prerreforma (antes del 1991), cuando se dependía principalmente del eje soviético, y el periodo posreforma, con la introducción de las reformas de liberalización económica tras la crisis cambiaria de 1991. La llegada al poder del actual líder, Narendra Modi, en 2014, ha reforzado el impulso reformista. En China, este periodo se ve marcado por el fin de la Revolución Cultural (en los años 1970) y las reformas de Deng Xiaoping (a partir de los años 1980), la entrada en la OMC (en 2001) y la llegada al poder de Xi Jinping (en 2013).

4. Véase, por ejemplo, Ohnsorge, F. y Yu, Shu (2022), «The Long Shadow of Informality: Challenges and Policies», Banco Mundial. La informalidad generalizada está asociada a una amplia gama de obstáculos al desarrollo. Además de una productividad laboral más baja, se reporta también un menor acceso a financiamiento en el sector privado, una acumulación más lenta de capital físico y humano, menores recursos fiscales, mayores tasas de pobreza y una mayor desigualdad de ingresos. Las empresas informales son, en promedio, menos productivas, emplean a trabajadores con menores cualificaciones, tienen un acceso más limitado a financiamiento y carecen de economías de escala.

5. En comparación, la tasa de alfabetización de China entre la población adulta ya había llegado al 90% al inicio de los años 2000, y la tasa de finalización de la educación secundaria inferior es del 100% desde finales de los años 2000.

ingresos dependerá de su capacidad para mantener el proceso de transformación estructural. Esto implica reasignar trabajo hacia sectores más productivos y avanzar hacia la frontera tecnológica, especialmente en manufacturas. La inversión en educación, reformas del mercado laboral y mejoras institucionales continuas serán fundamentales para sostener el crecimiento a largo plazo. Aunque la contribución del capital ha aumentado, la India todavía tiene recorrido para potenciarla, por ejemplo, con la eliminación de barreras a la inversión extranjera directa y al comercio internacional, que podrían proporcionar un impulso adicional a la economía india, apoyando el crecimiento del segundo gigante asiático, que aspira a ser el primero.

Luís Pinheiro de Matos y Antonio Marta Miranda

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	04/25	05/25	06/25
Actividad									
PIB real	2,9	2,8	3,0	2,7	2,5	2,0	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,2	3,4	3,3	3,6	4,1	4,8	5,3	4,6	...
Confianza del consumidor (valor)	105,4	104,5	98,9	102,2	110,6	99,8	85,7	98,4	93,0
Producción industrial	0,2	–0,3	0,0	–0,4	–0,3	1,3	1,4	0,6	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,5	47,3	48,2	50,1	48,7	48,5	49,0
Viviendas iniciadas (miles)	1.421	1.371	1.343	1.338	1.387	1.401	1.392	1.256	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	312	330	329	332	336	340	339	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,2	4,1
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,3	60,1	60,1	60,0	59,9	60,0	60,0	59,7	59,7
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–2,8	–2,8	–2,9	–3,0	–3,5	–3,7	–3,7	...
Precios									
Inflación general	4,1	3,0	3,2	2,6	2,7	2,7	2,3	2,4	...
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	04/25	05/25	06/25
Actividad									
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	31,2	32,8	34,5
Producción industrial	–1,4	–3,0	–3,5	–1,8	–2,5	2,5	0,5	–0,1	...
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 ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,0	–1,1	–1,0	–0,9	–0,8	–0,7	...
Precios									
Inflación general	3,3	2,7	2,7	2,8	2,9	3,8	3,5	3,4	...
Inflación subyacente	3,9	2,4	2,2	2,0	2,3	2,7	3,0	3,2	...

CHINA

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Actividad									
PIB real	5,4	5,0	4,7	4,6	5,4	5,4	–	–	–
Ventas al por menor	7,8	3,3	2,6	2,7	3,8	3,6	5,1	6,4	...
Producción industrial	4,6	5,6	5,9	5,0	5,6	6,8	6,1	5,8	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	49,8	49,8	49,4	50,2	49,9	49,0	49,5	49,7
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	865	995	864	897	995	1.085	1.109	1.130	...
Exportaciones	–5,1	4,6	4,4	5,4	10,0	5,7	7,9	4,5	...
Importaciones	–5,5	1,1	2,5	2,2	–1,7	–7,0	–0,3	–3,4	...
Precios									
Inflación general	0,2	0,2	0,3	0,5	0,2	–0,1	–0,1	–0,1	...
Tipo de interés de referencia ³	3,5	3,1	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,3	7,2	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	04/25	05/25	06/25
Ventas al por menor (variación interanual)	-1,9	1,2	0,3	2,1	2,1	1,9	2,7	1,8	...
Producción industrial (variación interanual)	-1,6	-3,0	-3,9	-1,8	-1,5	1,4	0,8	...	...
Confianza del consumidor	-17,4	-14,0	-14,2	-13,0	-13,4	-14,1	-16,6	-15,1	-15,3
Sentimiento económico	96,2	95,7	95,9	96,1	95,2	95,5	93,8	94,8	94,0
PMI manufacturas	45,0	45,9	46,1	46,4	46,3	46,3	49,0	49,4	49,5
PMI servicios	51,2	51,5	51,7	52,7	53,1	52,6	50,1	49,7	50,5
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,4	1,2	1,0	1,0	0,8	0,7	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,6	6,4	6,4	6,3	6,2	6,3	6,2	6,3	...
Alemania (% pobl. activa)	3,1	3,4	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,4	7,4	7,3	7,4	7,1	7,1	...
Italia (% pobl. activa)	7,7	6,6	6,7	6,3	6,2	6,3	6,1	6,5	...
PIB real (variación interanual)	0,6	0,8	0,6	0,9	1,2	1,5	-	-	-
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	04/25	05/25	06/25
General	5,5	2,4	2,5	2,2	2,2	2,3	2,2	1,9	2,0
Núcleo	5,0	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,8	2,3	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	04/25	05/25	06/25
Saldo corriente	2,0	3,3	3,2	3,4	3,3	3,0	3,9	...	...
Alemania	5,6	5,7	6,5	6,3	5,7	5,4	7,2	...	...
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	1,4	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,7	95,0	95,1	95,6	94,2	93,5	96,9	96,2	97,2

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	04/25	05/25	06/25
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	2,7	0,8	0,4	1,0	1,4	2,2	2,6	2,5	...
Crédito a hogares ^{2,3}	1,7	0,5	0,3	0,5	0,9	1,5	1,9	2,0	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	4,6	4,9	5,1	4,9	4,4	3,9	3,5	...	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	4,4	4,6	4,8	4,7	4,3	4,0	3,8	...	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	-8,5	-3,9	-5,5	-2,5	1,2	3,6	5,2	5,6	...
Otros depósitos a corto plazo	21,1	12,3	14,3	10,5	5,9	2,3	0,6	-0,1	...
Instrumentos negociables	20,3	20,3	19,8	22,1	18,6	15,5	10,7	11,2	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,7	3,0	3,1	3,0	2,6	2,2	2,0	...	...

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

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

La economía española avanza a paso firme en un contexto de incertidumbre

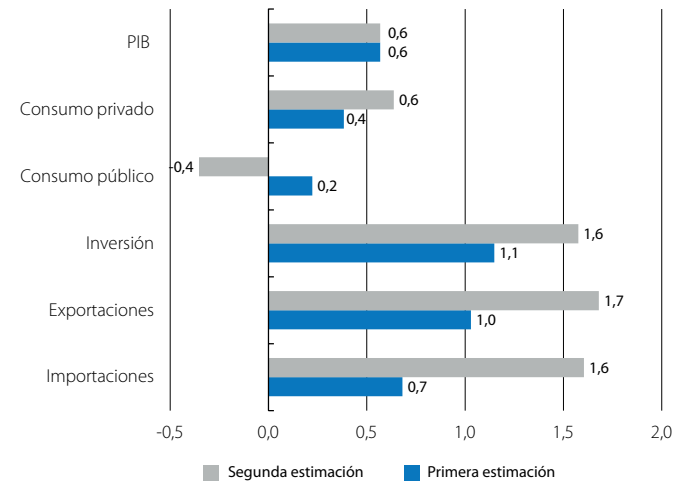
La economía española sigue desenvolviéndose con holgura pese a un contexto de elevada incertidumbre. A pesar de las tensiones comerciales derivadas de la política arancelaria de EE. UU. y del conflicto geopolítico entre Israel e Irán, los indicadores de actividad económica han mostrado un dinamismo significativo, lo que apunta a un 2T con un desempeño sólido. Además, la revisión del dato del PIB del 1T no cambió el buen resultado agregado (0,6% intertrimestral), pero sí dio lugar a revisiones significativas en los componentes que reflejaron una composición robusta del crecimiento al estar sostenido por el consumo privado (crecimiento del 0,6% intertrimestral), la inversión (1,6% intertrimestral) y el sector exterior con las exportaciones creciendo un 1,6% intertrimestral (ritmo muy similar al de las importaciones), impulsadas por el buen hacer de los servicios no turísticos.

Destaca la solidez de la demanda interna, aunque persisten los focos de incertidumbre. De cara a los próximos trimestres, esperamos un peso preponderante de la demanda interna en el crecimiento económico, impulsada por la senda descendente de los tipos de interés, una cierta recuperación del poder adquisitivo, la tracción de los fondos europeos Next Generation y la fortaleza del mercado laboral a lomos del crecimiento demográfico. En este escenario, los dos principales focos de incertidumbre son las tensiones comerciales ligadas a los aranceles y el devenir del conflicto entre Israel e Irán. Si bien nuestro escenario actual, que prevé un crecimiento del PIB del 2,4% en 2025, ya incorpora cierta dosis de incertidumbre ligada a las tensiones comerciales, esta puede acabar teniendo un mayor impacto en función de cómo evolucionen en los próximos meses estos dos focos de incertidumbre. Respecto al recrudecimiento del conflicto entre Israel e Irán, la incertidumbre es elevada, pero a cierre de este informe, todo apunta a una paulatina desescalada del conflicto. La probabilidad de un cierre del estrecho de Ormuz se ha reducido, lo que ha contribuido a una cierta corrección del precio del petróleo, un hecho no baladí para nuestra economía: España debe importar la práctica totalidad del petróleo que consume. En consecuencia, un petróleo barato es un factor claramente positivo para la economía española.

Los buenos datos de actividad del 2T con un mercado laboral pujante apuntan a otro trimestre muy dinámico. Los indicadores relacionados con el empleo y el consumo han sido positivos en el 2T. El crecimiento del empleo, medido por el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social, mantuvo un ritmo robusto y aumentó en el 2T un 0,6% intertrimestral (corregido por la estacionalidad), el mismo ritmo que en el trimestre anterior. Además, la cifra total de afiliados ascendió a 21.861.095 trabajadores, nueva cifra récord, y 468.206 más

España: PIB y componentes

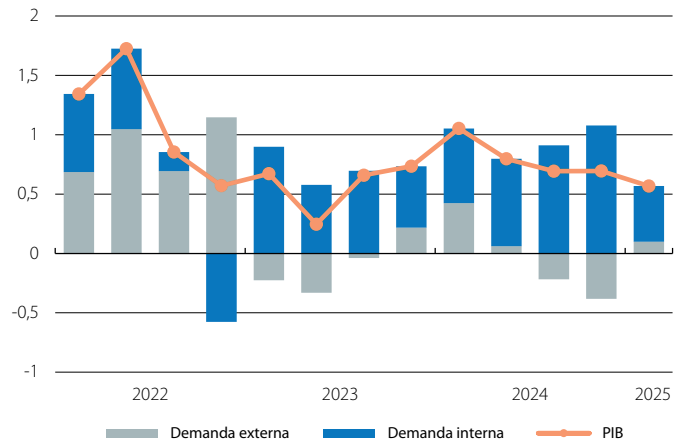
Variación intertrimestral en el 1T 2025 (%)



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

España: contribución al crecimiento trimestral del PIB *

(p. p.)

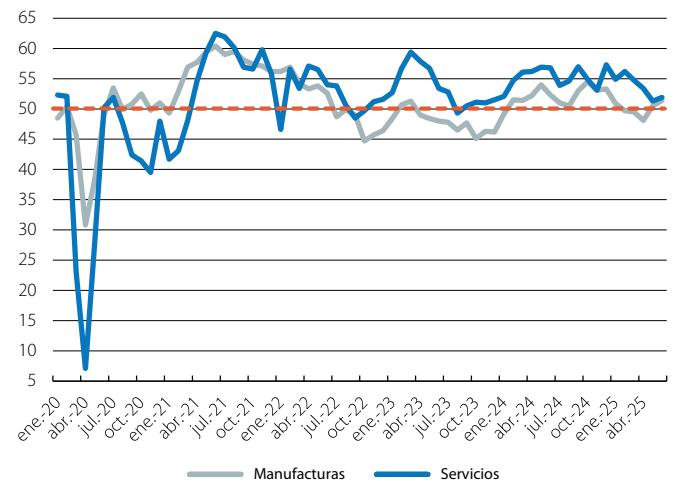


Nota: * En el 1T 2025.

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

España: PMI

Nivel



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

que hace un año. Por otra parte, el indicador de consumo doméstico del Monitor de CaixaBank Research ha mostrado en el 2T ritmos interanuales de crecimiento mayores que en el 1T. En cuanto a los índices de sentimiento empresarial, junio fue un buen mes: el PMI de manufacturas volvió a situarse por segundo mes consecutivo en zona expansiva (por encima de los 50 puntos), concretamente en los 51,4 puntos, por encima de los 50,5 puntos de mayo. Por su parte, el PMI de servicios se situó en junio en los 51,9 puntos, algo por encima de los 51,3 puntos de mayo. Considerando el conjunto de datos disponibles, el crecimiento intertrimestral del PIB se podría situar en torno al 0,5% en el 2T. La primera estimación del dato de PIB del 2T se publicará el 29 de julio, después del cierre de esta edición.

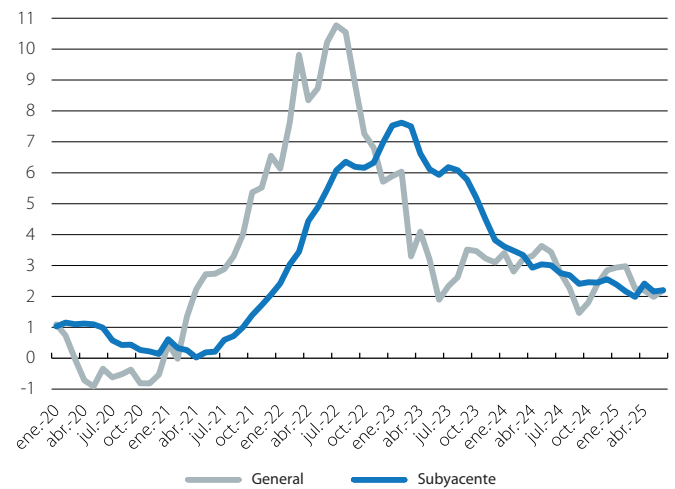
Ligero repunte de la inflación en España, marcado por el aumento del precio de los carburantes. La inflación general subió 2 décimas en junio, hasta el 2,2%. Este aumento respondió principalmente a la subida en el precio de los carburantes observada tras el recrudecimiento del conflicto entre Irán e Israel –subida que se ha moderado tras la firma de una tregua–, en menor medida, de los alimentos y las bebidas no alcohólicas. De este modo, la inflación general vuelve a repuntar después de tres meses de bajadas, aunque la subyacente se ha mantenido estable en el 2,2%. Se atisban algunos riesgos al alza sobre la previsión del 2,4% para 2025 por esta subida del precio de los combustibles y una senda más alcista de lo esperado para los alimentos, en especial de los no elaborados.

El dinamismo de la renta bruta disponible de los hogares tiene continuidad en el tramo inicial de 2025 aunque se desacelera, mientras que la tasa de ahorro flexiona ligeramente a la baja ante el mayor dinamismo del consumo. La renta bruta disponible nominal de los hogares creció un 5,1% interanual en el 1T, un ritmo notable gracias en gran medida a la solidez del mercado laboral, pero más suave que en 2024 (8,7% en el conjunto de 2024). Este avance fue inferior al del gasto en consumo final de las familias (7,1% interanual), lo que llevó a una reducción de 6 décimas de la tasa de ahorro (dato estanco y desestacionalizado), que se situó en el 12,8% de la renta bruta disponible.

Se afianza la senda alcista en el mercado inmobiliario. Entre enero y abril, se registraron 237.458 operaciones de compra-venta de viviendas, lo que supone un crecimiento del 15,9% interanual y el mejor comienzo de año desde 2007. Esta fortaleza de la demanda se está dejando sentir en una creciente presión sobre los precios. Así, el valor tasado de la vivienda publicado por el Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana aumentó un 9,0% interanual en el 1T 2025, acelerándose desde el 7,0% registrado a finales de 2024. A nivel autonómico, se observa una elevada heterogeneidad. Andalucía fue la única región que registró una corrección en los precios (–0,5% interanual), mientras que las mayores revalorizaciones se produjeron en Galicia, en la Comunidad Valenciana y en Castilla-La Mancha (incrementos en el rango del 11%-14% interanual).

España: IPC

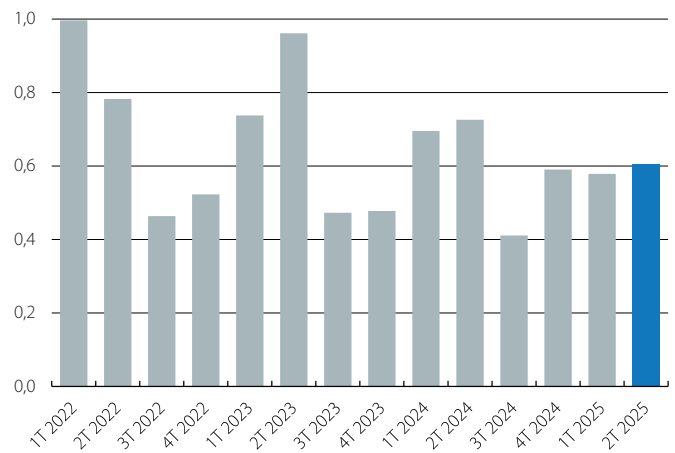
Variación interanual (%)



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

España: afiliados a la Seguridad Social

Variación intertrimestral (%)

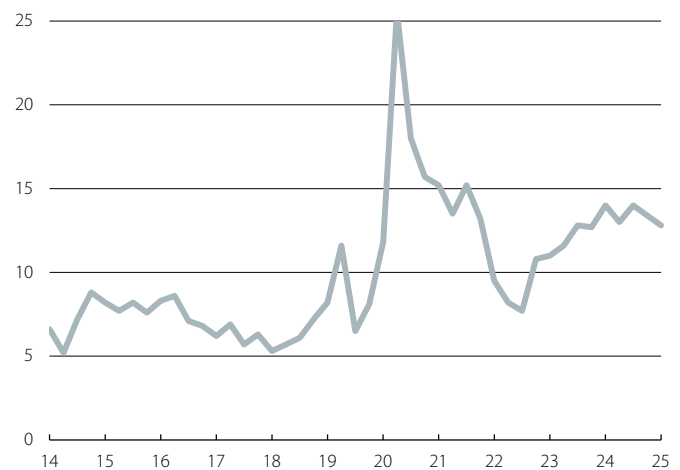


Nota: Serie desestacionalizada.

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

España: tasa de ahorro de los hogares

(% de la renta bruta disponible)



Nota: Datos trimestrales estancos con serie corregida por efectos de estacionalidad y calendario.

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

¿Ha favorecido el patrón reciente de crecimiento del empleo en España el avance de la productividad?

Cambios recientes en el patrón de crecimiento del empleo

La economía española ha experimentado un fuerte crecimiento del empleo desde que salió de la pandemia. En términos de afiliados a la Seguridad Social y con datos corregidos por estacionalidad, en abril de 2025 la afiliación se emplazó un 12,8% por encima del nivel de diciembre de 2019, lo que equivale a un crecimiento promedio anual del 2,3%.

En el primer gráfico, mostramos la contribución al crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social de cada sector en dos periodos. Entre 2013 y 2019, en el eje vertical, y entre 2019 y abril de 2025, en el eje horizontal. Las contribuciones están expresadas como porcentaje respecto al crecimiento acumulado total.

Tal y como se puede ver, tras la pandemia, España ha estado creando relativamente más puestos de trabajo en servicios públicos (educación y sanidad), sectores tecnológicos y de servicios profesionales, en contraste con el ciclo anterior, donde tuvieron mayor peso el comercio, la industria manufacturera y otros servicios empresariales tradicionales (actividades administrativas).

Este cambio en la estructura del crecimiento del empleo plantea una pregunta clave: ¿es más favorable este nuevo patrón para el avance de la productividad? Según nuestros análisis, la respuesta es afirmativa, aunque con matices.

Medición de la productividad y efecto composición

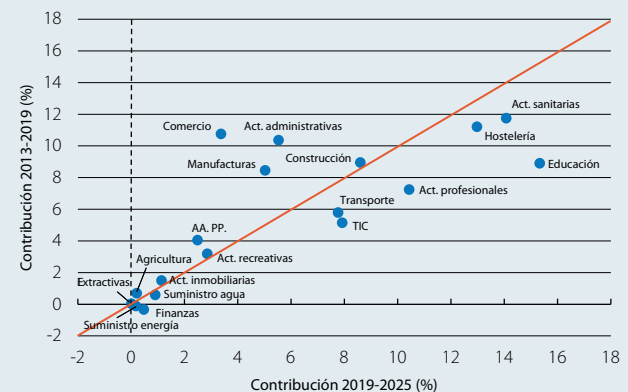
Medimos la productividad laboral como el valor añadido bruto (VAB) real generado por hora trabajada, la llamada productividad aparente del trabajo.¹ Esta métrica presenta algunas problemáticas. Por ejemplo, sectores intensivos en capital tenderán a aparecer como más productivos que los intensivos en empleo. Sin embargo, tiene la ventaja de que se puede calcular directamente de los datos de contabilidad nacional, por lo que no hay que estimarla.²

1. Para un análisis más preciso, hemos excluido el sector de actividades inmobiliarias de los cálculos, ya que su VAB está distorsionado por los alquileres imputados, el valor teórico de alquiler que se asigna a las viviendas ocupadas por sus dueños. Dado que este es un sector pequeño (aproximadamente un 1% de las horas trabajadas) y que solo disponemos de datos corregidos por este efecto hasta 2022, su exclusión nos permite centrarnos en la tendencia subyacente de la productividad sin perder información reciente.

2. Esto contrasta con la que sería la medida más acurada de productividad, la llamada productividad total de los factores (PTF). Esta medida es la parte del crecimiento del PIB que no se explica por la acumulación de los factores de producción, ya sea trabajo, capital, capital humano u otros. Sin embargo, la PTF hay que estimarla, y hay mucha incertidumbre alrededor de estas estimaciones.

España: afiliación a la Seguridad Social por sector

Contribución relativa (en % del crecimiento total)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Seguridad Social.

Comparamos la evolución de la productividad aparente en tres periodos:

- Expansión 1T 2000-4T 2007: la productividad por hora apenas aumentó un 0,7% en total, tan solo un 0,1% anual promedio.
- Recuperación 4T 2013-4T 2019: la productividad creció un 3,8% en total, cerca de un 0,6% anual de media.
- Periodo reciente 4T 2019-1T 2025: la productividad acumuló un avance del 2,5%, equivalente a un 0,5% anual.

A primera vista, el ritmo de crecimiento de la productividad en el ciclo actual es similar al del periodo 2013-2019. No obstante, para entender mejor la relación entre empleo y productividad, debemos analizar de dónde proviene ese crecimiento de la productividad. Para ello descomponemos su aumento en dos componentes.

- Margen intensivo: aumento de la productividad dentro de cada sector, manteniendo constante la estructura sectorial del empleo. Refleja mejoras de eficiencia, tecnología o capital humano en las empresas de cada rama de actividad.
- Efecto composición: aumento de la productividad debido a cambios en el peso relativo de cada sector en el empleo total, manteniendo constante la productividad de cada sector. Refleja el impacto de la reubicación de trabajadores entre sectores más o menos productivos.

En este artículo nos centramos en el efecto composición. El segundo gráfico muestra la magnitud de este en los distintos periodos bajo consideración. El gráfico revela varios puntos importantes. En primer lugar, el efecto composición ha sido negativo en los tres periodos analizados. En

todos los ciclos expansivos recientes, el cambio de la estructura del empleo ha restado algo de crecimiento a la productividad.

En segundo lugar, la penalización por cambio de composición fue especialmente intensa entre 2000 y 2007. En contraposición, en los dos ciclos posteriores, 2013-2019 y 2019-2025, el efecto composición negativo ha sido mucho menor, y prácticamente igual en magnitud en ambos casos. Esto implica que el patrón de creación de empleo reciente ha sido «similar» al del ciclo anterior, en el sentido de que los cambios sectoriales han frenado poco el crecimiento de la productividad en comparación con épocas pasadas.

Dada la importancia de los sectores de educación y sanidad en el ciclo actual, y teniendo en cuenta que en estos sectores la presencia de las Administraciones públicas (AA. PP.) es muy relevante y que, por tanto, muchas veces no operan con precios de mercado, también es de interés replicar el análisis focalizándonos en los sectores de mercado. Si excluimos del análisis las ramas predominantemente públicas, el resultado cambia ligeramente. El efecto composición del periodo 2013-2019 empeora 1 décima, mientras que el de 2019-2025 mejora 1 décima, de tal modo que la contribución negativa del efecto composición en el periodo reciente pasa a ser la mitad que la del periodo 2013-2019.

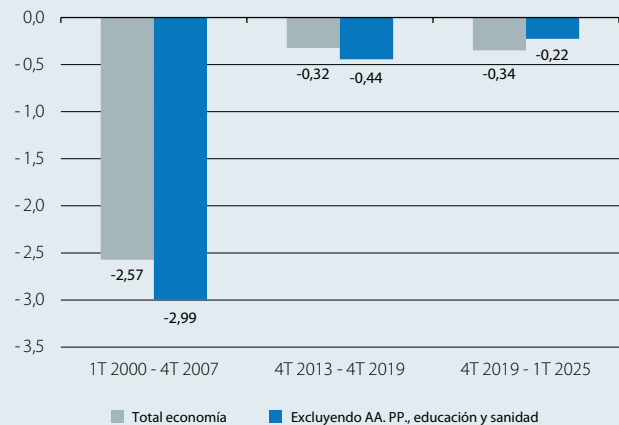
¿Qué sectores impulsan o frenan la productividad?

Entender el «porqué» detrás de un efecto composición ligeramente negativo en la etapa reciente requiere identificar qué sectores han ganado o perdido peso en el empleo y cuál es su nivel de productividad. Para ello, utilizamos un tercer gráfico de burbujas que relaciona, para cada sector, su productividad laboral en el eje vertical y el cambio en su cuota de empleo entre el 4T 2019 y el 1T 2025 en el eje horizontal. En este gráfico, el tamaño de la burbuja mide la contribución absoluta de ese sector al efecto composición, que resulta de multiplicar el cambio de peso por la productividad del sector. Una burbuja grande indica que el sector ha influido mucho por su combinación de cambio de tamaño y nivel de productividad. La línea roja horizontal marca la productividad promedio nacional para facilitar comparaciones.

Tres sectores destacan por tirar del carro en la etapa reciente al incrementar su participación en el empleo. El sector de las AA. PP., educación y sanidad ha registrado un fuerte aumento de peso en el empleo total, pero su productividad es aproximadamente la misma que la del promedio nacional. El sector TIC ha experimentado un notable aumento de su cuota en el empleo y se caracteriza por una productividad superior a la media nacional. Este sector aporta así un efecto composición positivo significativo, al crecer el empleo donde cada hora trabajada aporta mucho valor añadido. Finalmente, el sector de las activi-

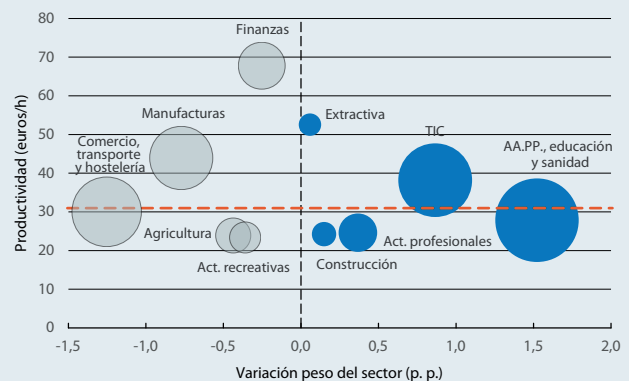
España: efecto composición

Contribución al crecimiento de la productividad (p. p.)



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

España: desglose sectorial de la contribución al crecimiento del empleo entre el 4T 2019 y el 1T 2025



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

dades profesionales, científicas y técnicas, aunque en menor medida que los anteriores, también ganó peso. Sin embargo, y quizás en contra de la intuición, este sector tiene una productividad aparente del trabajo baja, posiblemente debido a que se trate de un sector poco intensivo en capital, por lo que su contribución al efecto composición es limitado.³

Entre los sectores que pierden peso en este periodo, destacan también tres. El de comercio, transporte y hostelería, que tuvo una fuerte disminución de peso tras la pandemia pero con un nivel de productividad similar al promedio nacional. La industria manufacturera también ha visto reducida su cuota de empleo. Dado que la manufactura tiene una productividad superior a la media, esta pérdida de peso supone una contribución especialmente negativa a la productividad agregada. Finalmente, las actividades

3. Con datos de 2022, el sector de actividades profesionales, científicas y técnicas tiene un stock de capital neto por hora de trabajo de 45,7 euros frente al promedio nacional de 155 euros y es el tercer sector por la cola (según la CNAE a 1 dígito).

financieras, que presentan una elevada productividad aparente, también han perdido peso en el empleo total.

Conclusiones

La evidencia muestra que el patrón sectorial de creación de empleo desde 2019 ha sido ligeramente más benigno para la productividad que el del ciclo 2013-2019, y muy superior al de la expansión de los 2000. Esto no significa que la productividad esté creciendo rápidamente –sus avances siguen siendo modestos, en torno al 0,5% anual en promedio–, sino que al menos la distribución de nuevos

empleos no está lastrando la productividad media, como sí ocurrió en el pasado.

Si nos centramos en el periodo más reciente, los sectores más dinámicos en términos de creación de empleo pertenecen tanto al ámbito público (educación y sanidad) como al tecnológico privado (TIC) y el de servicios especializados (actividades profesionales), y su evolución combinada ha logrado compensar, en buena medida aunque no del todo, el efecto desfavorable de la pérdida de empleo en sectores tradicionalmente productivos como la industria y las finanzas.

Oriol Carreras Baquer

¿Se exporta tecnología y complejidad desde España?

Las tensiones geopolíticas y la incertidumbre de la demanda exterior nos obligan a reevaluar las fortalezas y debilidades de las exportaciones en la economía española. Para hacerlo, es esencial analizar qué exportamos, cuán diversificada es nuestra oferta y su competitividad. Para mejorar nuestra comprensión, en este artículo analizaremos la complejidad de los productos exportados, así como su intensidad tecnológica, dos variables clave para evaluar el grado de competitividad de nuestras exportaciones.

Una herramienta útil para evaluar la capacidad de resistencia de nuestras exportaciones ante *shocks* externos es la complejidad económica. La complejidad económica es un indicador que mide la diversidad y sofisticación de lo que produce y exporta un país. Un país con un índice de complejidad económica (ICE) alto suele fabricar muchos productos diferentes, especialmente bienes que pocos otros países pueden producir, e indica una economía con alto nivel de conocimiento. Por el contrario, un ICE bajo significa que el país exporta pocos productos y generalmente de tipo común (que muchos países también producen) y refleja menor diversidad y sofisticación en su aparato productivo. Una mayor complejidad exportadora se asocia a mejores perspectivas de crecimiento y a una mayor resiliencia frente a turbulencias globales.^{1,2}

Como si de las dos caras de una misma moneda se tratara, también podemos definir la complejidad económica de un producto (PCI por sus siglas en inglés) en lugar de la de un país. El PCI mide la sofisticación del producto en función de la complejidad de los países que lo comercian y de cuántos lo pueden exportar. En este artículo, usaremos ambas perspectivas (tanto la del ICE como la del PCI).

Para enriquecer este análisis, incorporamos también una perspectiva tecnológica. Para hacerlo, vinculamos cada producto exportado con la actividad económica que lo genera a partir de una tabla de correspondencia elaborada por la OCDE.³ Esta perspectiva nos permite responder la pregunta de ¿hasta qué punto nuestras exportaciones

son intensivas en los sectores manufactureros considerados de alta tecnología? En contraste con el ICE, el nivel tecnológico de las exportaciones se determina midiendo el esfuerzo en I+D y la tecnología incorporada en las industrias. Así, como muestra, los productos fármacos y aeroespaciales serían ejemplos de bienes de alta tecnología, mientras que los productos textiles caerían en la categoría de baja tecnología. Esta doble perspectiva (complejidad y contenido tecnológico) nos permitirá enriquecer la radiografía de la competitividad exterior de España.

¿En qué somos competitivos?

Para valorar el posicionamiento de las exportaciones españolas, situamos los productos según tres dimensiones clave: su complejidad, nuestra competitividad revelada y su contenido tecnológico. El *The Atlas of Economic Complexity*⁴ proporciona datos detallados sobre el nivel de complejidad de las exportaciones españolas (PCI) y la cuota de mercado que España tiene en cada producto. Consideramos un producto como complejo si su índice de complejidad, que reescalamos para que tome valores entre 0 y 100, supera los 50 puntos. Asimismo, a partir de las cuotas de exportaciones calculamos la ventaja competitiva revelada, que nos indica si un país exporta relativamente más de un producto en comparación con otros países.⁵ Según esta métrica, un país es competitivo en un producto si el índice es superior a 1, o 0 si tomamos el logaritmo del índice, como es nuestro caso.

Mostramos la constelación de productos que exportamos clasificados según estas tres dimensiones en el primer gráfico. El eje vertical muestra el grado de complejidad de los productos; el horizontal, la competitividad revelada, y el color de cada burbuja, el contenido tecnológico. Finalmente, el tamaño de la burbuja muestra el peso de este producto en las exportaciones españolas.

El 46,9% de las exportaciones españolas corresponde a productos de alta complejidad en los que España presenta una clara ventaja competitiva. Además, muchos de estos productos incorporan un alto contenido tecnológico, como se aprecia en el gráfico, donde están representados por puntos azules y verdes. El sector del automóvil es un punto fuerte de las exportaciones españolas. Se trata de productos de alta complejidad y tecnología media-alta. Las exportaciones de vehículos y accesorios representan un 16,7% del total exportado por España. Aunque representa una parte más pequeña de las exportaciones

1. Véase, por ejemplo, Hidalgo, C. A. y Hausmann, R. (2009). «The building blocks of economic complexity». *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 106(26), 10570-10575. He, D., Tang, Y., Wang, L. y Mohsin, M. (2023). «Can increasing technological complexity help strengthen regional economic resilience?». *Economic Change and Restructuring*, 56(6), 4043-4070. Y Hausmann, R. et al. «The Atlas of Economic Complexity: Mapping Paths to Prosperity». The MIT Press, 2014.

2. Véase Canals, C. y Montoriol, J. «La complejidad de las exportaciones y la calidad del empleo», *Papeles de Economía Española* 158 (2018): 116, muestra que, para el caso de España, las industrias y las comunidades autónomas con exportaciones más complejas tienden a generar empleo más estable.

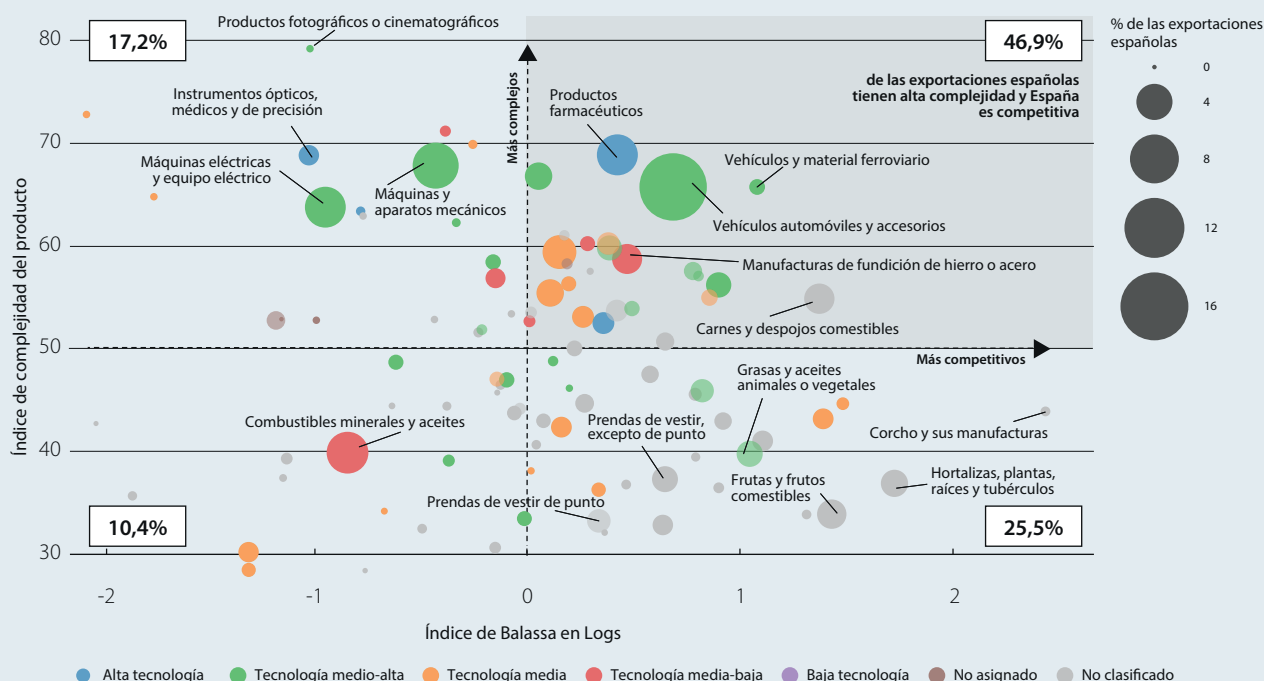
3. Utilizamos la correspondencia elaborada por la OCDE entre la clasificación armonizada del comercio internacional (HS, por sus siglas en inglés, Harmonized System) en su versión de 2012 y las actividades económicas definidas en la base de datos BTDIxE (Base de Datos de Comercio Internacional Bilateral por Industria y Etapa de Uso).

4. The Atlas of Economic Complexity.

5. Más concretamente, se trata del índice de Balassa, que mide la ratio entre la proporción de las exportaciones de un producto/servicio de un país respecto al total de sus exportaciones sobre la proporción de exportaciones de este producto/servicio de todos los países respecto a las exportaciones totales globales.

Competitividad, complejidad y tecnología de las exportaciones españolas

Capítulos TARIC en el espacio de competitividad y complejidad, 2023



Nota: El índice de Balassa se presenta en logaritmos; valores positivos indican ventaja comparativa revelada (competitividad). La clasificación tecnológica se basa en correspondencias a 2 dígitos TARIC, asignando la tecnología predominante por valor exportado (más del 40%).

Fuente: CaixaBank Research, a partir del «The Atlas of Economic Complexity», 2023, y cálculos propios.

españolas, un 5,4%, el sector farmacéutico también destaca y se relaciona con productos de alta complejidad y tecnología elevada.

Ahora bien, España también es muy competitiva en exportaciones de baja complejidad y tecnología media o baja, especialmente también en el ámbito agrícola,⁶ como las frutas y hortalizas. Algunos productos son claramente distintivos del país, como las grasas y aceites animales o vegetales, que incluyen aceites tratados para uso técnico o industrial (clasificados como tecnología media-alta).⁷ También destaca el corcho y sus manufacturas, donde España concentra el 20,1% de las exportaciones mundiales. En total, las exportaciones de baja complejidad en las que España es competitiva representan un 25,5% del total exportado.

Asimismo, un 17,2% de las exportaciones españolas se concentran en productos de alta complejidad en los que, sin embargo, España aún no presenta una ventaja competitiva clara. Este grupo incluye productos que ya representan una proporción significativa del total exportado, lo que apunta a la existencia de cierto margen de recorrido en términos de competitividad. Es el caso de las máquinas y equipos eléctricos (7,2% de las exportaciones españolas), así como de las máquinas y aparatos mecánicos

(5,6%). También destacan los instrumentos ópticos, médicos y de precisión, productos de alta tecnología y complejidad. Estos sectores, situados en la parte superior izquierda del gráfico, representan un espacio de alto potencial para el desarrollo industrial y tecnológico de España.

De esta forma, en España, el 64,1% de las exportaciones realizadas en 2023 correspondían a productos complejos, de los cuales un 76,2% eran competitivos. Asimismo, un 10,8% de las exportaciones españolas estaban relacionadas con actividades de alta tecnología.⁸ Estas cifras, aunque positivas, requieren contexto.

Comparativa europea: ¿dónde se sitúa España?

Comparada con otras grandes economías europeas (Alemania, Francia, Italia y Portugal), España aún presenta margen de recorrido. En el segundo gráfico, mostramos el porcentaje de cada país de exportaciones que se clasifican como complejas, que tienen un alto contenido tecnológico y que además son competitivas. Tal y como vemos en el gráfico, España se sitúa a la cola, dentro del grupo considerado, en cuanto al porcentaje de exportaciones con un alto nivel tecnológico, y ocupa el segundo peor puesto en la proporción de exportaciones complejas. En el porcentaje de exportaciones que son competitivas y

6. La clasificación de intensidad tecnológica no incluye productos agrícolas.

7. El resto de los aceites no se consideran intensivos en tecnología.

8. Estos datos pueden diferir de los publicados por Eurostat. La diferencia se debe a las limitaciones de asignar una actividad a los productos clasificados por HS 12.

complejas, presenta un mejor comportamiento y se sitúa por encima de Francia y Portugal, pero por debajo de Italia y Alemania.

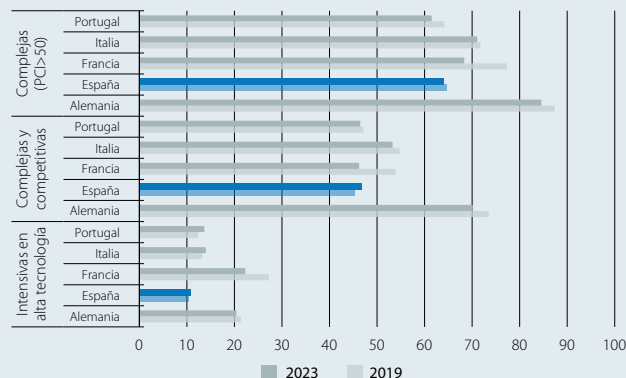
Aun así, España es la única economía del grupo que ha aumentado su competitividad en exportaciones complejas desde 2019. Además, junto con Italia y Portugal, ha incrementado el porcentaje de exportaciones clasificadas como de alta tecnología y su cuota de mercado en este tipo de exportaciones. Esto contrasta con la caída en la complejidad de los productos exportados por las principales economías europeas.

Si en lugar de observar la complejidad de los productos analizamos el ICE, vemos una tendencia descendente entre las principales economías europeas que se arrastra desde la crisis financiera (véase el tercer gráfico). Sin embargo, desde 2019, tanto España como Portugal han recuperado posiciones en el *ranking*. España ha pasado del puesto 39 al 34 y Portugal mejora del puesto 47 al 37. En cambio, Alemania, que en 2019 ocupaba la quinta posición (y que entre 1995 y 2016 se había mantenido en el *top* 4), cae al sexto lugar en 2023. Francia pierde cuatro posiciones y se sitúa en el puesto 23, por debajo de Italia, que cae dos posiciones y se sitúa en el 19.

Anna Bahí Esteba

Complejidad, competitividad y tecnología en las exportaciones de las principales economías europeas

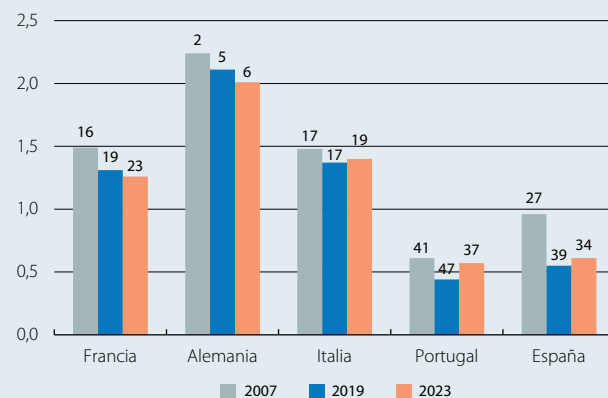
(% de las exportaciones del país, 2023)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del «The Atlas of Economic Complexity», 2023, y cálculos propios.

Índice de complejidad económica y ranking de los países europeos

(Esc. izda. el índice, en etiqueta el ranking)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del «The Atlas of Economic Complexity», 2023, y cálculos propios.

El impacto económico del apagón en detalle

En este artículo, complementamos la Nota Breve de valoración del impacto económico del apagón del 28 de abril, publicada en nuestra página web unos días después de que todo el territorio peninsular español se quedara sin electricidad. A partir de datos de pagos y reintegros, agregados y anonimizados, realizados con tarjetas emitidas por CaixaBank, hemos estimado el impacto económico y también lo hemos radiografiado por sectores y por comunidades autónomas (CC. AA.).

El análisis de los datos de CaixaBank revela que el apagón del 28 de abril provocó una caída del 34% en el gasto de consumo de los hogares españoles ese día, como resultado de la contracción del consumo mediante los principales métodos de pago: presencial con tarjeta, reintegros y electrónico.¹ Sin embargo, en los días posteriores, se observó un efecto rebote significativo: el gasto se incrementó por encima de los niveles habituales, lo que sugiere que parte del consumo se desplazó a los días siguientes.² En conjunto, estimamos que más de la mitad del gasto no realizado el día del apagón fue recuperado en los dos días siguientes, lo que redujo el impacto neto a una caída del 15% del gasto esperado para ese lunes. Esta cifra es resultado de la comparación de la evolución del gasto presencial en tarjetas, las retiradas de efectivo y el consumo *online* del día del apagón y de los días posteriores con el patrón de gasto habitual de los lunes, y con el gasto observado en las zonas en las que no se produjeron cortes de electricidad.

Desde una perspectiva macroeconómica, el apagón tuvo un efecto limitado sobre la actividad. Según nuestra estimación, este provocó una caída del 15% del consumo de los hogares. Dado que este componente representa aproximadamente el 55% del PIB, esta contracción equivaldría a una reducción del 8% en el PIB diario.³ A nivel trimestral, el efecto neto sobre el PIB del 2T sería inferior a 1 décima porcentual, menos de 400 millones de euros.⁴ Esta cifra sugiere que, si bien el apagón tuvo un coste económico relevante a corto plazo, su incidencia en el crecimiento trimestral será marginal.

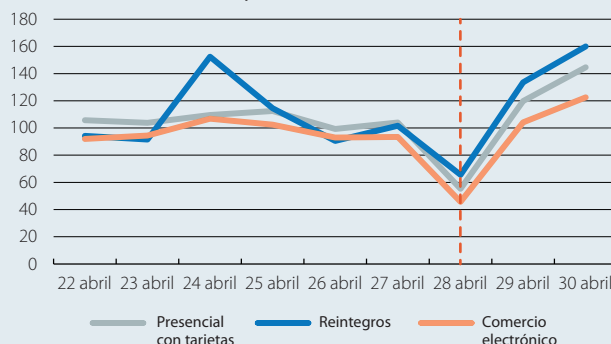
Impacto del apagón en las distintas formas de pago

El impacto del apagón en el consumo de los hogares fue distinto para cada método de pago durante el lunes 28 de

1. No encontramos un impacto significativo del apagón en el consumo mediante recibos o transferencias.
2. Parte del gasto en los días posteriores, en particular las retiradas de efectivo, también podría deberse a un motivo preventivo o de acopio adicional.
3. En este análisis, suponemos que el resto de los componentes del PIB (consumo público, inversión, exportaciones e importaciones) no estuvieron afectados por el apagón.
4. Equivalente a 2 centésimas del crecimiento del PIB anual.

Evolución del gasto en la península por método de pago

Índice (100 = facturación promedio en el mismo día de la semana)

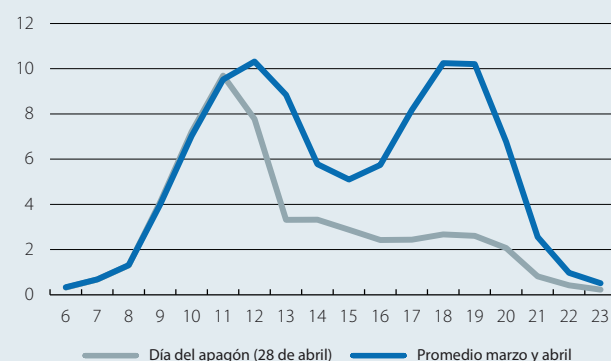


Nota: El valor de 100 corresponde a la facturación promedio en el mismo día de la semana entre el 1 de marzo y el 25 de abril. Por ejemplo, el índice 55 de gasto presencial el lunes 28 de abril significa que aquel día los reintegros fueron un 45% inferiores a un lunes habitual de marzo y abril.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

Gasto presencial con tarjeta doméstico por hora en la península el día del apagón

Gasto por hora respecto al promedio diario (%)



Nota: Porcentaje de gasto realizado en una hora respecto al promedio de facturación total de los lunes de marzo y abril de 2025. Por ejemplo, el día 28 de abril el gasto a las 20 horas correspondió al 2% de la facturación total en un lunes promedio, en lugar del 7% habitual.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

abril y los dos días posteriores. Estimamos que el impacto del apagón en el gasto presencial con tarjeta de los españoles en la península fue del 42%. Este resultado se obtiene comparando la distinta evolución del gasto presencial el día 28 en el territorio peninsular respecto al no peninsular.⁵ Dado que el gasto presencial suele comportarse de manera muy similar en ambos territorios, utilizamos este diferencial como aproximación del impacto en el gasto presencial.⁶ En los dos días posteriores al apagón, el gasto presencial con tarjeta en el territorio peninsular fue superior a la referencia que nos ofrecen los territorios que no

5. Concretamente, llevamos a cabo un ejercicio de diferencias en diferencias comparando la distinta evolución del gasto presencial con tarjetas en ambos territorios el día del apagón con el promedio de los lunes del 1 de marzo al 25 de abril.

6. En el conjunto de España, el impacto del apagón en el gasto presencial con tarjetas fue del 39%.

experimentaron el corte de electricidad.⁷ Teniendo en cuenta el rebote, el impacto del apagón se reduce a una caída del 18% del consumo que habría cabido esperar en la península el día del apagón.

El comercio electrónico de los españoles cayó respecto a un día normal tanto en la península como en el resto del territorio, en este último caso probablemente a causa de la caída de los servidores alojados en territorio peninsular. Teniendo en cuenta la caída en ambos territorios y ponderando cada región por su peso en el PIB, la caída del gasto *online* generada por el apagón se sitúa alrededor del 54% en todo el territorio español. La recuperación en los dos días posteriores al apagón sitúa su impacto neto en una caída del 28%.

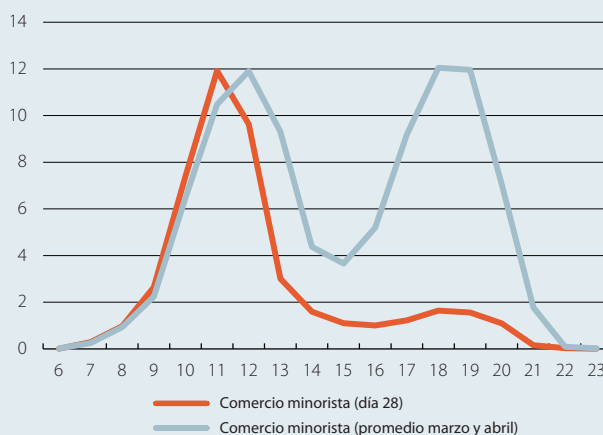
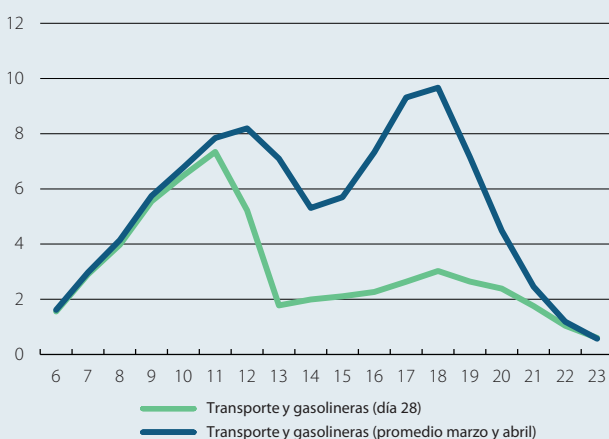
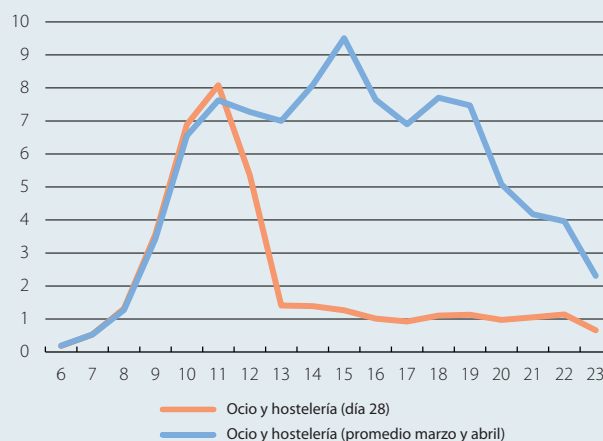
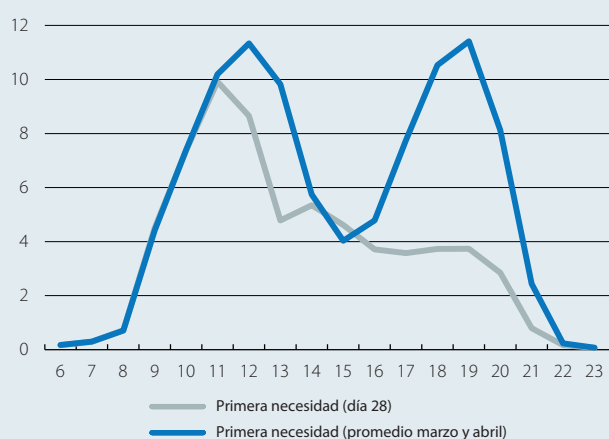
Los reintegros de los españoles en la península cayeron un 34% respecto al promedio habitual de retiradas de efectivo de los lunes de marzo y abril de 2025.⁸ Para este método de pago, tomamos como referencia el promedio habitual de reintegros de marzo y abril, puesto que el día del

apagón se produjo un repunte de las retiradas de efectivo en los territorios no peninsulares, por motivos de precaución, que no permite una comparativa entre ambos territorios. En los dos días posteriores al apagón, los reintegros también fueron superiores a lo habitual, en parte para normalizar las tenencias de efectivo. En este caso, suponemos que el gasto en efectivo se recuperó en consonancia con lo observado en el gasto presencial, lo cual sitúa el impacto neto del apagón en una caída del 15%.

Así, teniendo en cuenta el descenso estimado del gasto con los tres medios de pago descritos y que el gasto mediante transferencias y recibos no sufrió un impacto material, estimamos que el conjunto del gasto en toda España durante el día del apagón se situó un 34% por debajo de lo que cabía esperar para ese día.⁹ En los dos días posteriores al apagón, el repunte en el consumo compensó casi la mitad de la bajada observada dicho día, llevando así la caída neta del total del gasto en España al 15% del nivel esperado.

Gasto presencial con tarjeta doméstico por hora y sector en la península el día del apagón

Gasto por hora respecto al promedio diario (%)



Nota: Porcentaje de gasto realizado en una hora respecto al promedio diario de los lunes de marzo y abril de 2025.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

7. A partir del día 1 de mayo, las diferencias en el patrón de gasto de los dos territorios se reducen al mínimo, de modo que situamos el fin del rebote en el día 30 de abril.

8. En el conjunto de España, el impacto del apagón en los reintegros fue del 32%.

9. Ponderamos la caída en el consumo mediante cada método de pago por su peso en el consumo.

Impacto del apagón en detalle: por hora, sector económico y CC. AA.

El zoom del impacto del apagón por hora, sector económico y CC. AA. nos muestra diferencias remarcables dentro del territorio español. El patrón de consumo por hora en un día habitual muestra dos picos: hacia las 12 del mediodía y entre las 18 y las 19 horas. El patrón de gasto presencial con tarjeta en la península fue prácticamente el mismo al del promedio de los lunes de marzo y abril en las horas previas al apagón. Sin embargo, a partir de las 12:30 horas se observa una importante caída del consumo mediante este método de pago, que no se recuperó en lo que quedaba de día.

La evolución del consumo por horas permite asimismo entender el impacto diferencial entre sectores. Las diferencias entre estos se explican tanto por la magnitud de la caída inicial como por el grado de recuperación observado a partir de las 18 horas. En el caso de los bienes de primera necesidad, el impacto fue del 34%, el menor entre todos ellos, ya que la caída inicial fue más moderada, y por la tarde el gasto se estabilizó en un nivel superior al de los otros sectores.¹⁰ En cambio, el gasto en ocio y hostelería sufrió el mayor descenso, con una caída del 52%, en parte porque no se produjo una recuperación por la tarde.

Cabe señalar que no observamos los pagos en efectivo en los establecimientos, por lo que el impacto observado en los distintos sectores podría haber sido inferior.

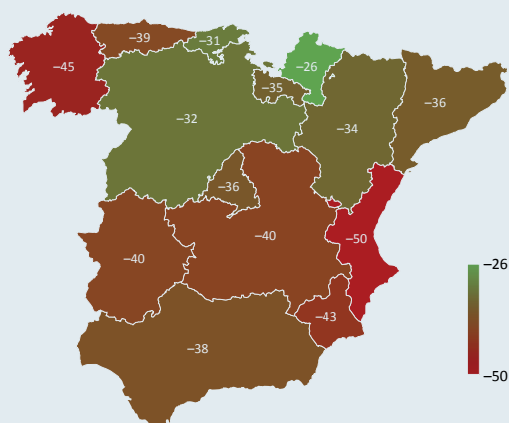
El apagón provocó una caída generalizada del consumo en todas las CC. AA., aunque su impacto fue heterogéneo.¹¹ Como podemos ver en el último gráfico, el día 28 el consumo cayó entre un 30% y un 40% en la mayoría de las regiones. El repunte en los dos días posteriores compensó parte de la caída en el consumo observada el 28 de abril en todas las CC. AA., pero con distinta intensidad. Algunas comunidades de la zona centro y el noreste de la península recuperaron más del 60% del consumo en los dos días posteriores, mientras que Galicia, por ejemplo, recuperó un 30% del consumo perdido ese día.

En definitiva, el análisis de datos transaccionales nos ha permitido estimar con poca latencia el impacto económico del apagón del 28 de abril, revelando una caída significativa pero transitoria del consumo. La rápida recuperación del gasto en los días posteriores muestra cómo la capacidad de adaptación por parte de los hogares y del tejido productivo ha contribuido a limitar el efecto macroeconómico del suceso. Este tipo de análisis refuerza el valor de los datos en tiempo real para evaluar con agilidad eventos inesperados y su repercusión sobre la actividad económica.

Zoel Martín Vilató y Josep Mestres Domènech

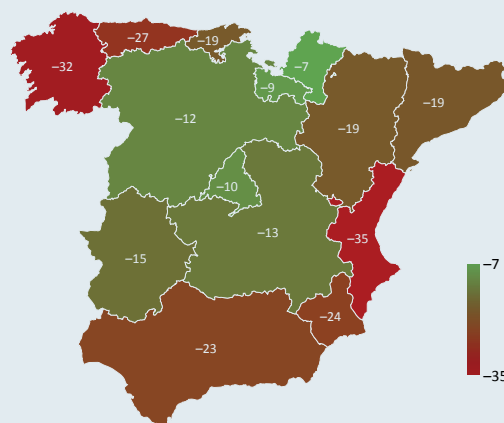
Impacto del apagón en el consumo por CC. AA. el día 28

Variación (%)



Impacto del apagón en el consumo por CC. AA. del día 28 al 30

Variación (%)



Nota: El impacto del apagón por CC. AA. se obtiene comparando la distinta evolución del gasto en cada comunidad respecto al no peninsular (diferencias en diferencias), en el caso del gasto presencial con tarjetas; y respecto al promedio de los lunes entre el 1 y el 25 de abril (sin festivos autonómicos), en el caso de los reintegros y el comercio electrónico.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

10. El impacto del apagón por sectores se obtiene comparando la distinta evolución del gasto presencial en cada sector el día 28 en el territorio peninsular respecto al no peninsular. Excluye comercio electrónico y reintegros. Véase la nota al pie 5.

11. El impacto del apagón a nivel de CC. AA. se calcula aplicando las mismas metodologías descritas anteriormente en cada uno de los tres métodos de pago, pero excluyendo los festivos autonómicos y utilizando en cada caso la facturación correspondiente a cada comunidad autónoma.

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	04/25	05/25	06/25
Industria									
Índice de producción industrial	-1,6	0,4	0,0	-0,2	1,3	-0,7	0,6	1,7	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,5	-4,9	-5,6	-2,9	-6,0	-5,4	-4,3	-5,1	-6,3
PMI de manufacturas (valor)	48,0	52,2	52,8	51,5	53,6	50,0	48,1	50,5	51,4
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	0,5	16,7	4,6	10,2	16,7	20,1	14,5	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-10,2	9,9	-10,1	-1,2	9,9	17,2	15,3	...	...
Precio de la vivienda	4,0	8,4	7,8	8,2	11,3	12,2	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	14,2	12,3	10,1	8,1	8,3	7,3	...
PMI de servicios (valor)	53,6	55,3	56,6	55,2	55,1	55,3	53,4	51,3	51,9
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	2,5	1,8	0,4	2,6	2,9	3,3	4,1	4,8	...
Matriculaciones de automóviles	16,7	7,2	8,5	1,7	14,4	14,0	7,1	18,6	15,2
Indicador de sentimiento económico (valor)	100,5	103,0	102,6	105,5	101,5	103,3	103,7	103,4	102,0
Mercado de trabajo									
Población ocupada ²	3,1	2,2	2,0	1,8	2,2	2,4	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	12,2	11,3	11,3	11,2	10,6	11,4	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social ³	2,7	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,3	2,2	2,2
PIB	2,7	3,2	3,3	3,3	3,3	2,8	...	...	...

Precios

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
General	3,5	2,8	3,5	2,2	2,4	2,7	2,2	2,0	2,2
Subyacente	6,0	2,9	3,0	2,6	2,5	2,2	2,4	2,2	2,2

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	04/25	05/25	06/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	-4,9	-1,8	0,2	3,3	1,7	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	-7,1	-3,1	0,1	4,2	2,5	...	...
Saldo corriente	39,8	48,7	45,1	48,3	48,7	44,3	44,6	...	...
Bienes y servicios	58,8	68,8	65,2	68,3	68,8	64,4	65,2	...	...
Rentas primarias y secundarias	-19,1	-20,0	-20,2	-20,0	-20,0	-20,1	-20,6	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	56,0	67,1	61,2	65,7	67,1	63,5	63,8	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	0,3	5,1	5,2	4,3	5,1	4,6	4,9	5,4	...
A la vista y preaviso	-7,4	2,0	-1,9	-1,6	2,0	3,1	4,7	5,8	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	100,5	23,5	68,0	47,5	23,5	12,6	6,5	3,6	...
Depósitos de AA. PP. ⁵	0,5	23,1	-4,1	14,8	23,1	24,4	20,6	20,4	...
TOTAL	0,3	6,3	4,5	5,1	6,3	5,9	6,0	6,4	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	-3,4	0,7	-1,3	-0,3	0,7	1,7	2,1	2,4	...
Empresas no financieras	-4,7	0,4	-1,8	-0,6	0,4	1,6	2,1	2,7	...
Hogares - viviendas	-3,2	0,3	-1,5	-0,7	0,3	1,4	1,8	2,0	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	2,3	0,7	1,2	2,3	3,1	2,8	3,0	...
Administraciones públicas	-3,5	-2,6	-2,7	-5,4	-2,6	-0,3	1,0	3,4	...
TOTAL	-3,4	0,5	-1,4	-0,7	0,5	1,6	2,0	2,5	...
Tasa de morosidad (%)⁶	3,5	3,3	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	...	...

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: actividad sólida, aunque con obstáculos por delante

Los indicadores disponibles para el 2T muestran una evolución moderadamente positiva. Los indicadores de sentimiento han ido de menos a más a lo largo del trimestre, y el ESI, publicado por la Comisión Europea, se ha situado en 107,4 puntos en junio, lo que señala una expansión robusta de la actividad. Los indicadores de actividad disponibles hasta mayo también muestran una evolución favorable de esta. Del lado del consumo, los movimientos con tarjeta (compras y reintegros) han crecido en torno al 7% interanual en el 2T (vs. 6% en el 1T), mientras que las ventas de automóviles han crecido el 13,4% (vs. -1,7% en el 1T). Del lado de la oferta, la producción industrial se ha recuperado en mayo (+2,6%), tras unos primeros meses del año en contracción (-2,1% en abril, -2,3% en el 1T). En el frente externo, las señales son de ralentización a partir de abril. En este ámbito, es probable que la incertidumbre y el débil crecimiento de los principales socios comerciales sigan presionando las perspectivas del sector exterior.

La inflación subió en junio, mientras que el mercado laboral sigue sorprendiendo al alza. Se trata del tercer mes consecutivo de aumento del IPC general (2,4% en junio vs. 2,3% en mayo), situándose en el mismo nivel que la subyacente (vs. 2,2% en mayo). Los precios de producción han registrado la quinta variación interanual negativa consecutiva en mayo (-3,1%), lo que debería seguir presionando a la baja los precios al consumidor. Por otro lado, el empleo creció un 2,5% interanual en los primeros cinco meses del año (vs. 1,5% en el mismo periodo de 2024) y alcanzó máximos históricos, con el 65% de la población en edad de trabajar empleada en el 2T. Por su parte, la tasa de ahorro se mantiene cerca de máximos históricos (12,3% de la renta disponible en el 1T), resultado de un crecimiento más fuerte de la renta nominal que del consumo. Estos factores seguirán siendo un apoyo para el consumo y la inversión.

El sector turístico sigue mostrando dinamismo. En mayo, se registraron 3,2 millones de huéspedes, un crecimiento interanual del 2,6%, acompañado también por un crecimiento en las pernотaciones (+1,3% interanual), un crecimiento impulsado principalmente por turistas residentes, cuyas pernотaciones aumentaron un 5,9%, frente a una ligera caída de las de no residentes (-0,2%). En conjunto, los ingresos totales del sector en el acumulado del año aumentaron un 7,9%, a pesar del aumento de la incertidumbre, un elemento remarcado en las últimas encuestas del sector.

El saldo presupuestario mejoró hasta mayo. El superávit del 0,5% del PIB registrado hasta mayo (frente a un déficit del 2,1% hasta mayo de 2024) se explica por un aumento interanual del 12,3% en los ingresos, en el que se destacan las contribuciones a la Seguridad Social, así como los ingresos por IRPF e IVA, anclados en el fuerte aumento del empleo y la trayectoria positiva de los salarios, y la reducción de las devoluciones de IRPF e IVA. Sin este efecto, los ingresos totales habrían aumentado un 10,5% y el saldo presupuestario se situaría en un ligero déficit. Por su parte, el gasto subió un 4,5% por el aumento de los gastos de personal, de transferencias corrientes (con pensiones) y de la inversión. La desaceleración de la actividad económica y las presiones adicionales derivadas de compromisos asumidos recientemente (como la reducción del IRPF y el gasto en defensa) aumentan la probabilidad de que el saldo presupuestario se sitúe en terreno negativo en 2025.

Portugal: indicadores económicos

Variación interanual (salvo que se indique lo contrario)

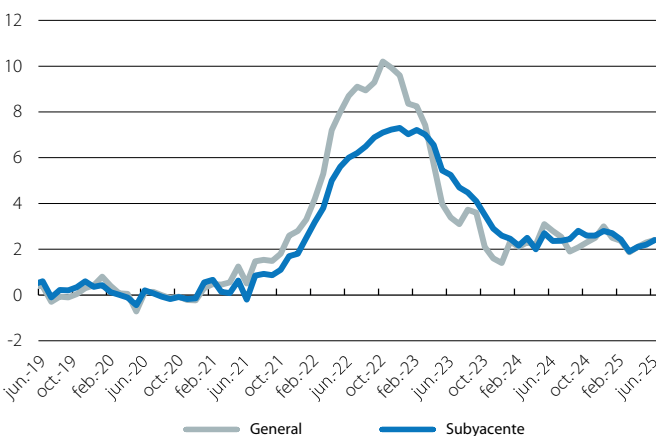
		1T 2025	2T 2025	Abril 2025	Mayo 2025	Junio 2025	Último mes disponible
Indicadores sintéticos	Índ. de sent. económico (nivel)	104,6	103,8	101,7	105,9	107,4	Junio
	Indicador diario de actividad	2,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6	Junio
Consumo	Comercio mayorista y minorista	2,9	1,8	0,0	3,6	-	Mayo
	Compras y reintegros con tarjeta *	5,9	6,9	7,1	6,7	-	Mayo
	Venta de automóviles	-1,7	13,4	8,2	18,6	14,8	Junio
Inversión	Indicador de formación bruta de capital fijo (FBCF)	2,0	4,2	4,2	-	-	Abril
	Importaciones de bienes de capital	6,6	-5,4	-5,4	-	-	Abril
Oferta	Ventas de cemento	-2,4	-3,8	-5,5	-2,0	-	Mayo
	Producción industrial	-2,3	0,2	-2,1	2,6	-	Mayo
Demanda	Consumo de electricidad *	1,9	1,7	3,3	0,0	3,1	Junio
	Número de turistas no residentes	1,1	4,6	7,5	1,7	-	Mayo
	Número de vuelos	2,0	5,8	6,4	5,3	4,3	Junio
Comercio exterior	Exportaciones de bienes y servicios (var. acumulada)	2,8	1,4	1,4	-	-	Abril
	Importaciones de bienes y servicios (var. acumulada)	5,3	4,2	4,2	-	-	Abril
Mercado de trabajo	Variación en el desempleo registrado (miles de personas)	9,0	-7,0	-4,7	-9,4	-	Mayo
	Variación en el empleo (miles de personas)	113,8	144,5	157,1	131,8	-	Mayo

Notas: * Movimientos con tarjeta ajustados por el IPC. El consumo de electricidad se corrige por temperatura y días laborales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de varias fuentes.

Portugal: IPC

Variación interanual (%)

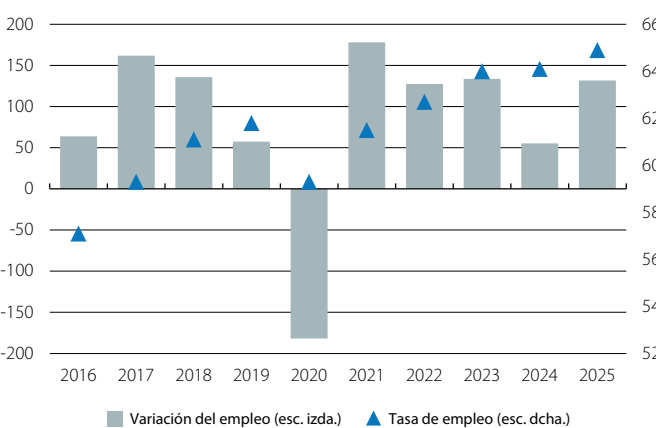


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: empleo

Variación interanual (miles) *

Tasa de empleo (%)



Notas: * En los meses de mayo. Datos ajustados por estacionalidad.

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

Indicadores de actividad y empleo

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	04/25	05/25	06/25
Índice coincidente de actividad	3,5	1,8	1,5	1,7	1,7	...	1,6	1,6	...
Industria									
Índice de producción industrial	-3,1	0,8	-0,2	-0,4	-2,3	...	-2,1	2,6	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,4	-6,2	-6,1	-4,2	-5,1	-4,8	-5,1	-4,9	-4,4
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	7,5	6,4	13,3	23,5	36,0	...	22,5	...	...
Compraventa de viviendas	-18,7	14,5	19,4	32,5	25,0	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	9,1	8,5	8,5	13,2	15,8	...	16,9	17,1	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	7,8	6,3	4,6	...	5,2	4,4	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	7,7	5,6	2,4	10,9	12,5	6,6	4,4	6,1	9,4
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,1	3,2	3,7	5,0	4,5	...	3,0	4,8	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,9	2,7	2,7	3,4	3,7	...	3,5	3,4	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-14,3	-14,3	-15,5	-17,9	-17,9	-18,2	-17,6
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,3	1,2	1,2	1,3	2,4	...	3,1	2,6	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,5	6,4	6,1	6,7	6,6	...	6,3	6,3	...
PIB	2,6	1,9	2,0	2,8	1,6	...	-	-	-

Precios

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	04/25	05/25	06/25
General	4,4	2,4	2,2	2,6	2,3	2,3	2,1	2,3	2,4
Subyacente	5,1	2,5	2,5	2,7	2,3	2,3	2,1	2,2	2,4

Sector exterior

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	04/25	05/25	06/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	2,4	0,7	2,4	5,7	...	3,9	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-4,0	2,2	-0,8	2,2	5,5	...	4,5	...	...
Saldo corriente	1,5	6,1	5,2	6,1	4,4	...	4,7	...	...
Bienes y servicios	4,0	6,7	6,1	6,7	5,4	...	5,5	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,5	-0,5	-0,9	-0,5	-1,0	...	-0,9	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	5,3	9,3	8,6	9,3	7,6	...	8,0	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	04/25	05/25	06/25
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	-2,3	7,5	6,0	7,5	6,5	...	6,1	5,9	...
A la vista y ahorro	-18,5	-0,3	-6,7	-0,3	3,5	...	4,1	3,6	...
A plazo y preaviso	22,2	15,3	20,9	15,3	9,3	...	7,9	8,0	...
Depósitos de AA. PP.	-12,4	26,7	29,1	26,7	29,3	...	26,5	33,2	...
TOTAL	-2,6	7,9	6,7	7,9	7,1	...	6,7	6,7	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	-1,5	2,1	1,0	2,1	3,3	...	3,7	4,5	...
Empresas no financieras	-2,1	-0,6	-0,6	-0,6	0,1	...	0,5	1,4	...
Hogares - viviendas	-1,4	3,2	1,4	3,2	5,1	...	5,6	6,3	...
Hogares - otras finalidades	-0,3	4,7	4,0	4,7	5,1	...	5,4	5,5	...
Administraciones públicas	-5,5	0,6	-4,1	0,6	-8,0	...	-0,4	1,1	...
TOTAL	-1,7	2,0	0,9	2,0	2,9	...	3,6	4,3	...
Tasa de morosidad (%) ²	2,7	2,4	2,6	2,4	2,3	...	-	-	-

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.



Informe Sectorial Turismo 2S 2025

El sector turístico español ha entrado en una nueva etapa de crecimiento más moderado tras los años de fuerte expansión a raíz de la recuperación pospandemia. En este contexto, la restauración mantiene su buena racha en 2025, con un crecimiento sólido del gasto, mientras que el turismo estadounidense muestra signos de desaceleración a causa de la incertidumbre económica.



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 redireccionar sus exportaciones hacia otros mercados mundiales, y las energías renovables pueden tener un papel estratégico en la competitividad industrial.



Informe Sectorial Inmobiliario 1S 2025

El mercado inmobiliario español se aceleró en 2024, apoyado en la distensión de las condiciones financieras y en el buen desempeño de la economía española. En 2025, 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.

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

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



Newsletter



CaixaBank



Pódcast

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

© CaixaBank, S.A., 2025

© Banco BPI, 2025

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

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

