

España: mucho ruido y, de momento, pocas nueces

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

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

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

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

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

España: nuevo escenario macroeconómico

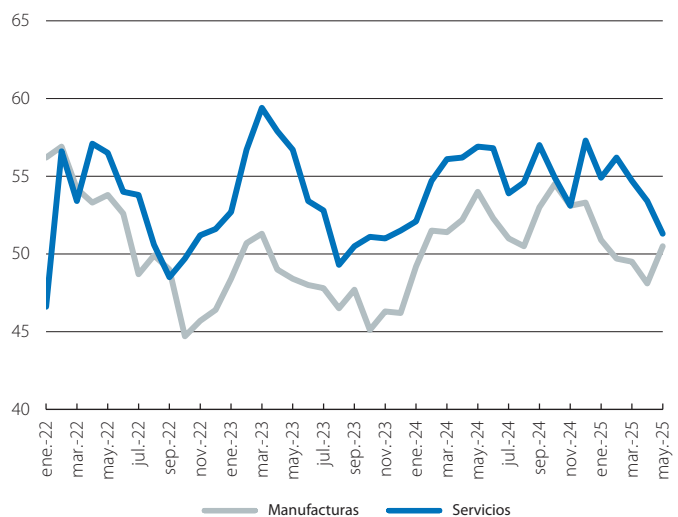
Variación anual (%), salvo indicación expresa

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

Fuente: CaixaBank Research.

España: PMI

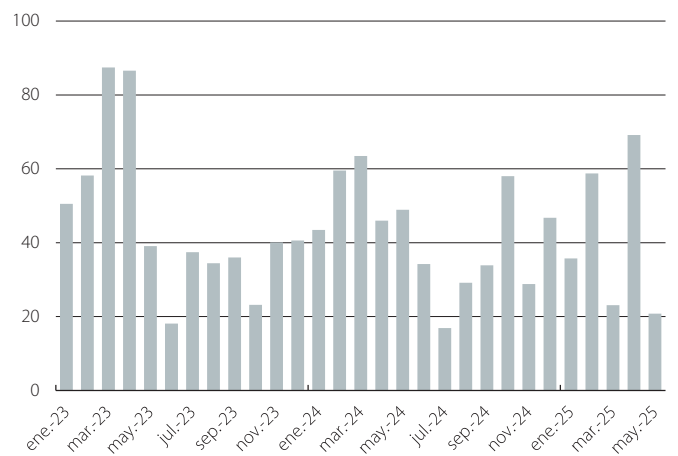
Nivel



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

España: afiliados a la Seguridad Social *

Variación intermensual (miles de personas)



Nota: * Serie corregida de estacionalidad.

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

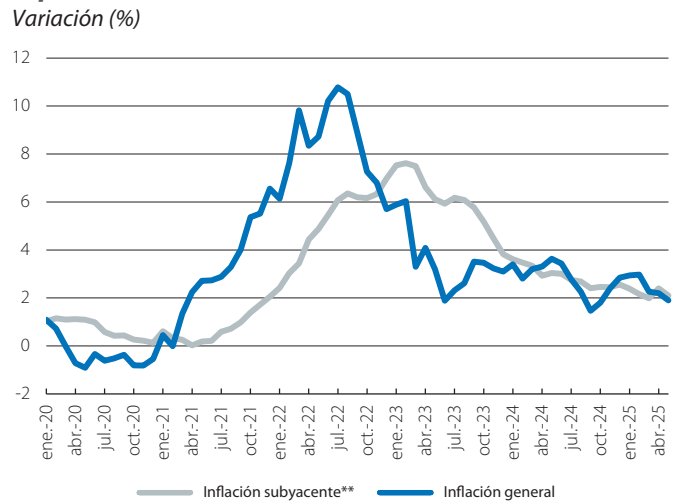
promedio en los meses de mayo de 2014-2019). Este resultado puede estar afectado por el cambio de patrón estacional que se viene observando tras la pandemia, con un adelanto de la temporada turística, de forma que también se adelantan a abril las contrataciones en la hostelería. Corrigiendo la estacionalidad,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

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

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

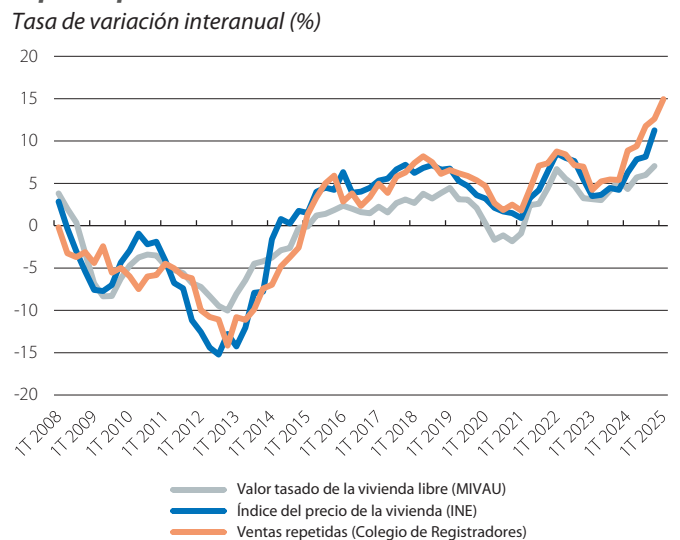
El tirón de las importaciones no energéticas sigue pesando sobre el saldo por cuenta corriente. En mayo, el superávit por cuenta corriente, acumulado de 12 meses, retrocedió 0,22 p. p. hasta el 2,55% del PIB. El registro de mayo se emplaza prácticamente 0,5 p. p. por debajo del saldo con el que se cerró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

España: inflación *



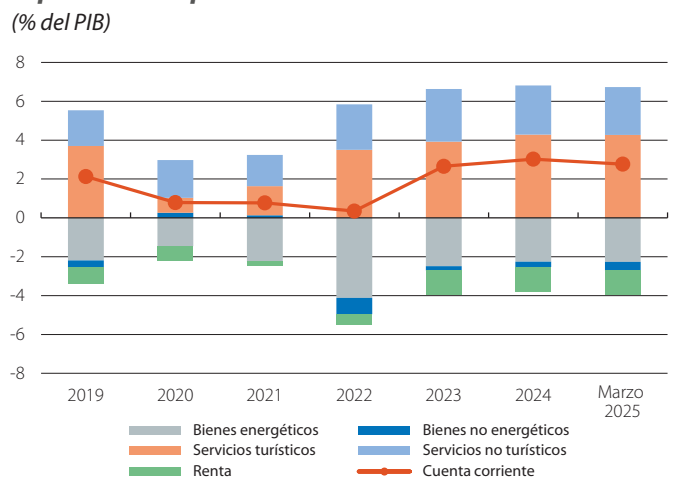
Notas: * Los datos de mayo son preliminares. ** La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: precio de la vivienda



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

España: saldo por cuenta corriente



Nota: Datos acumulados de 12 meses.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.