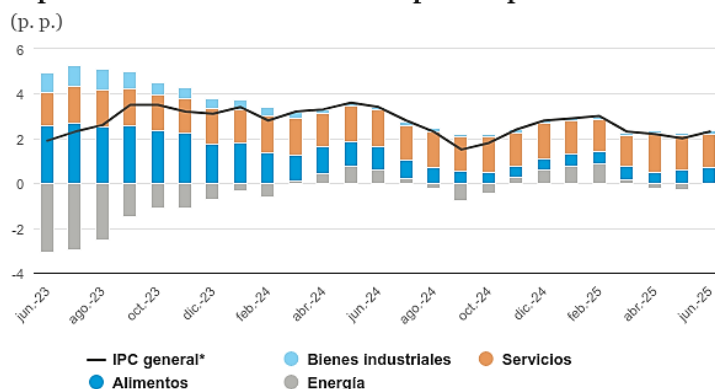


Economía española

Buen avance de la actividad en el sector servicios y de la confianza en España. En mayo, el índice de producción del sector servicios (IPSS) creció, en términos desestacionalizados, un 0,5% intermensual, tras el ligero retroceso del 0,1% del mes anterior. Por sectores, los avances fueron prácticamente generalizados, salvo en comercio al por mayor y actividades administrativas. En términos interanuales, el IPSS creció un 3,7%, casi 1 punto más que el mes anterior. Por su parte, el indicador de confianza empresarial (ICE) crece un 1,1% intertrimestral para el trimestre que comienza (3T 2025) hasta 138,6, nuevo máximo histórico. Además, aumenta el porcentaje de empresarios optimistas sobre la marcha de su negocio, hasta el 23,7% del total, 0,9 puntos más que en el trimestre anterior. No obstante, dado que el porcentaje de pesimistas aumenta algo más, el balance de expectativas (diferencia entre ambos porcentajes) se reduce ligeramente hasta 9,6 (11,2 anterior), una cifra que, en todo caso, supera el promedio de 2024 (5,9).

La inflación de los alimentos no elaborados encadena siete meses de subidas en España. El INE revisa al alza 1 décima el dato de inflación general de junio hasta el 2,3% interanual, pero mantiene el de inflación subyacente en el 2,2%, en un mes marcado por la subida del precio de los carburantes y de los alimentos. En el primer caso, el precio de la energía moderó sus caídas hasta el -0,5% interanual. En el caso de los alimentos, la inflación subió 3 décimas hasta el 3,0% interanual, un aumento limitado a los alimentos frescos. Por otro lado, la inflación núcleo, compuesta por los servicios y los bienes industriales, se mantuvo prácticamente sin cambios en el 2,5% interanual (véase la [Nota Breve](#)).

España: contribución a la inflación por componentes

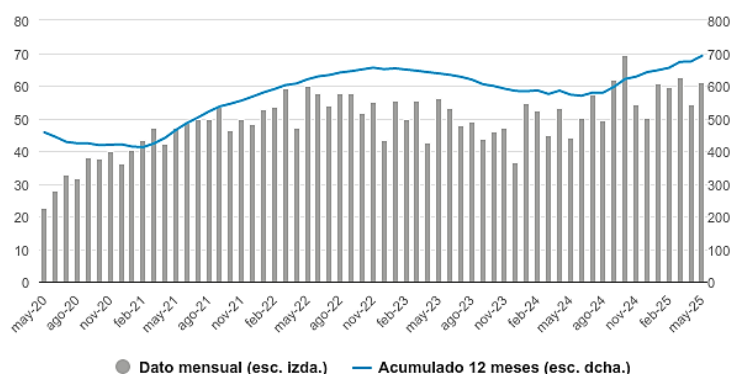


El mercado laboral español prolonga el buen tono. La afiliación media, en términos desestacionalizados, en el periodo que va desde mitad de junio hasta mitad de julio ha crecido respecto a las dos quincenas anteriores en 44.105 personas, cifra que mejora levemente el promedio mensual del 2T (43.450). Además, con la serie diaria se siguen registrando máximos históricos. En concreto, el 15 de julio se alcanzaron 21,89 millones de afiliados, lo que supone 237.046 personas más que a finales de junio.

La demanda de vivienda en España se dispara en mayo tras la pausa de abril. Las compraventas de viviendas aumentaron un 39,7% interanual, tras un mes de abril más moderado debido al efecto calendario de Semana Santa (2,3%). En lo que va de año, se han cerrado 299.000 operaciones, un incremento del 20% respecto al mismo periodo de 2024. Este dinamismo se explica, en gran medida, por el fuerte impulso de las transacciones de vivienda nueva, que crecieron un 31,6% (17,2% la vivienda usada). A nivel regional y en el acumulado del año, Navarra es la única comunidad que presenta un leve retroceso (-1,2%). Por el contrario, los mayores crecimientos se concentran en mercados tradicionalmente modestos a nivel nacional, como La Rioja, Castilla y León, Castilla-La Mancha y Murcia. Entre las comunidades con mayor peso, solo Andalucía y Cataluña crecieron por encima de la media nacional.

España: compraventas de vivienda

Miles de viviendas



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

Economía internacional

Nuevo episodio de tensiones comerciales entre EE. UU. y la UE. La Administración Trump comunicó que establecería un arancel del 30% sobre las importaciones europeas a partir del 1 de agosto de no haber acuerdo tras la prórroga en las negociaciones. De materializarse, la Comisión Europea anunció un paquete de contramedidas sobre exportaciones a EE. UU. equivalentes a 72.000 millones de euros (cerca de un 14% del total), una cifra sensiblemente inferior a las anunciadas previamente y todavía no implementadas (28.000 millones como respuesta a los aranceles sobre el acero y el aluminio y 95.000 millones adicionales tras el 10% universal). También México recibió notificación de un mayor gravamen sobre sus productos de no haber avances en las negociaciones bilaterales, llevando el arancel general del 25% al 30% (recordemos que aplica únicamente a los productos que no cumplen los requisitos del tratado comercial USMCA). Por otro lado, Indonesia habría seguido los pasos de Vietnam, alcanzando un acuerdo con EE. UU. para establecer un arancel del 19% (frente al 32% anunciado el 2 de abril). Estimamos que, de no haber más acuerdos bilaterales de aquí al 1 de agosto, el arancel efectivo promedio aplicado por EE. UU. podría subir del 15% actual a cerca del 20% y superar ampliamente esta cifra si se extienden a productos por el momento exentos, como los farmacéuticos y los electrónicos.

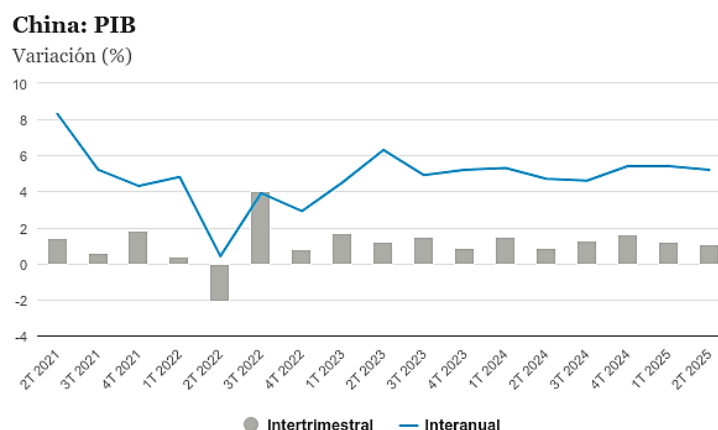
Francia presenta un importante ajuste fiscal. El primer ministro Bayrou ha presentado un plan de consolidación fiscal para los próximos cinco años, en el que cifra el ajuste para 2026 en casi 44.000 millones de euros, en torno al 1,5% del PIB, con medidas como la congelación de pensiones y prestaciones sociales o un sustancial recorte de empleo público. Con estas propuestas pretende reducir el déficit fiscal de un 5,8% de PIB en 2024 (solo superado por Polonia y Rumanía), a cerca de un 4,6% a finales de 2026 (propone que el incremento del gasto público en 2026 sea del 0%) y poder cumplir con el objetivo del 3,0% en 2029. Sin embargo, estas estimaciones parecen algo optimistas. La magnitud del recorte previsto para 2026 es muy elevada y la situación de minoría en la que se encuentra el Gobierno hará muy difícil que se pueda aprobar el proyecto original: el partido de Le Pen y los partidos de izquierdas ya han advertido que se oponen a estos planes. Además, alguna de las medidas que presenta son temporales, lo que limita la capacidad para cumplir los objetivos propuestos para los próximos años. El plan debe aprobarse en la Asamblea antes del 1 de octubre por mayoría absoluta, pero, de no lograr alcanzarse, el Gobierno puede activar el artículo 49,3 de la Constitución y aprobar la ley sin apoyo, abriendo el camino a una moción de censura.

Persiste la volatilidad en los datos del 2T en la eurozona. La producción industrial en la eurozona creció en mayo un inesperado 1,7% intermensual (−2,2% anterior) debido a la reactivación en Irlanda (+12,4% vs. −12,5%) y, en menor medida, en Alemania (+2,2% vs. −1,9%), por el dinamismo mostrado por el sector químico/farmacéutico. Este impulso del sector químico también explica la ampliación del superávit comercial de la eurozona hasta los 16.200 millones de euros, un incremento del 46% intermensual y del 28% interanual. Las exportaciones hacia EE. UU. siguen creciendo a ritmos interanuales de en torno al 4,0%, pero las importaciones retroceden un 7,4%, tras aumentar un 3,0% en abril. Por otro lado, el índice de confianza empresarial ZEW de Alemania consolida en julio la mejora de junio, gracias al

optimismo que despiertan los planes de aumento de gasto fiscal en el país: el porcentaje de encuestados que anticipa una mejora en la situación sube 3,5 p. p., hasta el 59%, mientras que la proporción de los que esperan un deterioro sigue cayendo, marcando mínimos de cuatro años (-1,7 p. p., hasta el 6,3%).

La Comisión Europea presenta su propuesta para los presupuestos plurianuales 2028-2034. La Comisión propone un presupuesto de 2 billones de euros (1,3% del PIB anual; en el periodo 2021-2027 fue de 1,2 billones), que refleja nuevas prioridades estratégicas. Se incluye un fondo de competitividad de 409.000 millones para transición verde, digital, salud, defensa y espacio. Aumentan los fondos para innovación (Horizon: 175.000 millones) y cooperación internacional (Global Europe: 200.000 millones). El 8% del presupuesto se destinará al pago de la deuda NGEU, y se prevé aumentar los recursos propios en 300.000 millones mediante nuevas fuentes de financiación, como el sistema de comercio de derechos de emisión o un impuesto especial sobre el tabaco. Los fondos estructurales tradicionales siguen siendo la mayor partida (800.000 millones), pero con una nueva planificación basada en planes nacionales únicos. Además, se propone un fondo permanente de préstamos para crisis de 400.000 millones. La propuesta será debatida por el Consejo y deberá ser aprobada por unanimidad tras el visto bueno del Parlamento Europeo.

El PIB de China creció un 5,2% interanual en el 2T, pero la segunda mitad de año podría ser complicada. La economía china creció un 1,1% intertrimestral en el 2T 2025 (vs. 1,2% en el 1T). Asimismo, a pesar de que ha perdido impulso este trimestre, el ritmo de crecimiento todavía se muestra robusto. La producción industrial se expandió un 6,2% interanual en el conjunto del 2T 2025 (vs. 6,5% en el 1T), un crecimiento notable en un entorno de elevada incertidumbre y de fuertes tensiones comerciales. La marcada aceleración observada en junio (6,8% interanual vs. 5,8% en mayo) está condicionada por la tregua comercial entre China y EE. UU., que ha permitido estabilizar los flujos comerciales entre ambos países. Por su parte, las ventas minoristas crecieron un 5,4% interanual en el trimestre (vs. 5,0% en el 1T), el ritmo de crecimiento trimestral más elevado desde el 4T 2023, en parte explicado por el programa de incentivos fiscales a la compra de bienes de consumo duradero. Aun así, en junio se observó una ralentización del crecimiento de las ventas minoristas (4,8% interanual vs. 6,4% en mayo), lo que podría ser una señal de agotamiento del efecto positivo de los programas de incentivos fiscales. Por su parte, la inversión en áreas urbanas también se desaceleró en junio, con una expansión del 2,8% interanual en la primera mitad del año (vs. 3,7% hasta mayo). En este contexto, la incertidumbre comercial, unida a una crisis de confianza prolongada a nivel interno y al agotamiento de la política fiscal, podrían ser vientos en contra en la segunda mitad del año (véase la [Nota Breve](#)).



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nac. Estad. china.

EE. UU.: el impacto de los aranceles ya se percibe en ciertos sectores. Los datos de junio en EE. UU. confirman que, por ahora, los aranceles no están teniendo un impacto significativo sobre la inflación, el consumo o la actividad industrial. Sin embargo, empiezan a emerger señales incipientes en ciertas categorías. La inflación repuntó levemente, con la tasa general subiendo al 2,7% interanual (2,4% en mayo) y la subyacente al 2,9% (tras haber estado estancada en el 2,8% por tres meses consecutivos). El incremento respondió a un repunte de los precios energéticos, producto de las tensiones en Oriente Próximo y a unos servicios que se resisten a bajar. Además, en bienes industriales –donde esperaríamos ver el impacto directo de los aranceles– se observó una aceleración del +0,3% al +0,7% interanual. Y

aunque el alza no fue generalizada, sí se concentró en ropa, juguetes, muebles, electrodomésticos y equipos deportivos. Además, algunas de estas mismas categorías fueron las que mostraron mayor debilidad en las ventas minoristas. Aunque el dato agregado sorprendió al alza (+0,6% intermensual), con avances amplios y una recuperación en sectores como vehículos (+1,2%) y restauración, las ventas de muebles y electrónica volvieron a caer. Esta divergencia apunta a que los aranceles podrían estar empezando a afectar directamente en ciertos segmentos. Por otro lado, la producción industrial creció un 0,3% intermensual, impulsada por metales primarios (+3,1%), aunque la producción manufacturera apenas avanzó un 0,1% y la de vehículos cayó un 2,6%. En conjunto, los datos mantienen el escenario base de una economía que todavía resiste, aunque empiezan a surgir espacios de vulnerabilidad y la economía se ve expuesta a mayores presiones si se intensifica el entorno arancelario en los próximos meses (véase la [Nota Breve](#)).

Mercados financieros



Semana mixta en los mercados, con avances en EE. UU. y ligeras pérdidas en la eurozona. Las tensiones comerciales aumentaron tras las amenazas de EE. UU. de imponer aranceles del 30% a las importaciones de la UE y México a partir del 1 de agosto, lo que llevó a caídas iniciales en las bolsas y repuntes en los rendimientos soberanos en el arranque de la semana. No obstante, el tono pasó a ser más positivo, con la publicación de datos macro en EE. UU. –como la inflación de junio (en la que aún no se observa un gran impacto de los aranceles) o las ventas minoristas, que sorprendieron al alza– y con los resultados empresariales, lo que impulsó revalorizaciones semanales en los índices bursátiles estadounidenses, alcanzando máximos en algunos casos, como el S&P 500 o el Nasdaq, gracias al buen comportamiento del sector tecnológico. En la eurozona, el comportamiento bursátil fue más débil, con ligeras caídas semanales. En renta fija, los rendimientos del *treasury* a 10 años repuntaron tras los datos de inflación (véase la sección de Economía internacional) y cerró la semana en el 4,45% (casi 10 p. b. por encima de los niveles del jueves pasado), a medida que las expectativas del primer recorte de tipos del año se alejaban de septiembre a octubre, por las referencias macroeconómicas conocidas. En la eurozona, los movimientos fueron más tímidos, con una ligera subida de las rentabilidades tras la presentación del plan de recortes del Gobierno francés, que se revirtió a lo largo de la semana y las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años cerraron en niveles ligeramente inferiores a los de la semana pasada. Las expectativas de recortes de tipos para el BCE se mantienen ancladas en una bajada adicional en el último trimestre del año. En divisas, el dólar se fortaleció frente al euro por segunda semana consecutiva (+0,9% en la semana) y cerró en torno a 1,16. En materias primas, el Brent aumentó en la semana (+1,3%) hasta los 69,5 dólares por barril, por los bajos niveles de inventarios y por el aumento de las tensiones en Oriente Próximo.

Pausa expectante en el BCE. Es prácticamente seguro que el BCE mantendrá los tipos de interés el próximo 24 de julio, lo que haría de julio la primera reunión del último año sin una bajada de tipos. Los mercados prevén un *depo* en el 2,00% con una probabilidad de casi el 100%. La pausa prevista para julio refleja el margen de maniobra que da tener una inflación ya en el objetivo y una política monetaria en terreno neutral (estimamos que un *depo* del 2% es un nivel que ni estimula ni restringe la economía), además de la necesidad de tomar bien la temperatura a una economía que, sin conseguir acelerar, resiste ante un mapa de riesgos exigente y de efecto ambiguo sobre la inflación. La clave, pues, serán las pistas que se den sobre posibles bajadas de tipos a la vuelta del verano. Tanto nosotros como los mercados financieros prevemos un último recorte de 25 p. b. que deje el *depo* en el 1,75% antes de cerrar el año, una bajada que sería precautoria y en respuesta a la elevada incertidumbre geopolítica y los riesgos negativos sobre la actividad económica. A medida que las perspectivas económicas se estabilicen, prevemos una vuelta del *depo* al 2,00% en 2026 (los mercados financieros también la proyectan, aunque para principios de 2027) (véase la [Nota Breve](#)).

		17-7-25	11-7-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Tipos					(puntos básicos)	
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,02	2,03	0	-69	-166
	EE. UU. (SOFR)	4,33	4,32	+1	2	-95
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,09	2,09	-0	-37	-142
	EE. UU. (SOFR)	4,01	3,96	+5	-17	-80
Tipos 2 años	Alemania	1,86	1,90	-4	-22	-91
	EE. UU.	3,90	3,89	+1	-34	-57
Tipos 10 años	Alemania	2,68	2,73	-5	31	24
	EE. UU.	4,45	4,41	4	-12	25
	España	3,29	3,33	-4	23	8
	Portugal	3,12	3,15	-4	27	8
Prima de riesgo (10 años)	España	62	61	1	-8	-16
	Portugal	44	43	1	-4	-16
Renta variable					(porcentaje)	
S&P 500		6.297	6.260	0,6%	7,1%	13,6%
Euro Stoxx 50		5.377	5.383	-0,1%	9,8%	10,4%
IBEX 35		13.995	14.009	-0,1%	21,3%	25,5%
PSI 20		7.696	7.727	-0,4%	20,7%	13,4%
MSCI emergentes		1.241	1.229	1,0%	15,4%	12,2%
Divisas					(porcentaje)	
EUR/USD	dólares por euro	1,160	1,169	-0,8%	12,0%	6,4%
EUR/GBP	libras por euro	0,864	0,866	-0,2%	4,5%	2,7%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,182	7,170	0,2%	-1,6%	-1,1%
USD/MXN	pesos por dólar	18,776	18,637	0,7%	-9,8%	4,5%
Materias Primas					(porcentaje)	
Índice global		104,4	103,8	0,6%	5,8%	5,5%
Brent a un mes	\$/barril	69,5	70,4	-1,2%	-6,9%	-18,3%
Gas n. a un mes	€/MWh	34,4	35,6	-3,2%	-29,6%	5,3%

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

Datos previstos del 21 al 27 de julio de 2025

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato
22		España	Créditos, depósitos y morosidad	Mayo	-
23		Eurozona	Avance de confianza del consumidor	Julio	-
24		España	EPA	2T	-
		Eurozona	Avance PMI compuesto	Julio	50,6
		EE. UU.	Avance PMI compuesto	Julio	52,9
		Eurozona	Comunicado del BCE	Julio	-
		EE. UU.	Observatorio del FOMC	Julio	-
25		Alemania	Ifo sentimiento empresarial	Julio	88,4

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