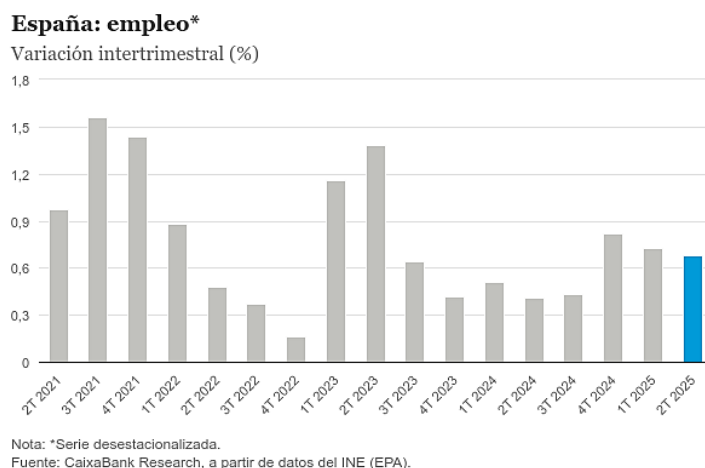


Economía española

El mercado laboral español sigue sorprendiendo positivamente. Según la EPA, los ocupados aumentaron en el 2T 2025 en 503.300 personas, un avance que supera el registro del 2T 2024 (434.700) y el promedio de dicho trimestre en 2014-2019 (377.400). De este modo, la cifra de ocupados alcanzó un nuevo récord y se situó en 22,269 millones. En términos desestacionalizados, la ocupación sigue creciendo a un ritmo muy dinámico, un 0,68% intertrimestral, solo ligeramente por debajo del 0,73% del trimestre anterior. Por su parte, los parados se redujeron en 236.100 personas, con lo que la tasa de paro desciende hasta el 10,3%, la más baja desde 2008. Todo ello en un contexto de fuerte aumento de la población activa, que anotó la mayor subida en un 2T desde 2021 (267.300 personas) (véase la [Nota Breve](#)).



Nuevo aumento del déficit comercial de España en mayo. Tras el fuerte descenso del mes anterior, los intercambios comerciales vuelven a crecer en mayo, aunque de forma moderada, un 0,8% interanual las exportaciones y, algo por encima, un 1,3%, las importaciones. De este modo, el déficit comercial se situó en 2.543 millones de euros, por encima de los 2.349 millones de mayo del año pasado. En términos acumulados de enero a mayo, las exportaciones crecen un 0,8% y las importaciones un 4,3%, con lo que el déficit comercial alcanza los 21.525 millones de euros, un registro muy superior al del mismo periodo de 2024 (-15.110 millones). Este deterioro se debe a la ampliación tanto del déficit energético (-14.524 millones vs. -14.012 millones en enero-mayo de 2024) como, sobre todo, del déficit de bienes no energéticos, que alcanza los 7.000 millones de euros, el más elevado en este periodo desde 2010 (-1.097 millones en 2024).



La morosidad en España continúa la tendencia a la baja. La tasa de morosidad del crédito al sector privado se situó en mayo en el 3,11% (-7 p. b. respecto a un mes antes y -51 p. b. respecto a un año antes). El descenso en el mes se debió, sobre todo, al menor volumen de dudosos (-682 millones de euros, una caída del 1,8%) y, en menor medida, al aumento del saldo vivo de crédito (+3.258 millones de euros, un aumento del 0,3%).

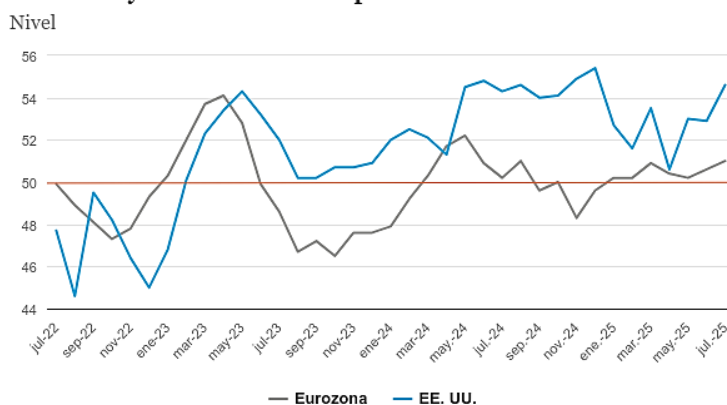
Economía internacional

EE. UU. y Japón alcanzan un acuerdo comercial. Los productos nipones serán gravados con un 15% a partir del 1 de agosto, una cifra inferior al 25% previamente amenazado, pero superiores al 10% universal en vigor. El nuevo arancel se aplicará también a automóviles y componentes, hasta ahora penalizados con un 25%. El acuerdo incluye compromisos de Japón para invertir 550.000 millones de dólares en el sector industrial estadounidense, así como para aumentar las importaciones de productos agrícolas, energéticos y equipamiento de transporte. También contempla la reducción de barreras a la entrada de bienes industriales y de consumo. Por su parte, las negociaciones con la UE continúan, con la posibilidad de seguir en la línea del acuerdo con Japón, aunque persiste la incertidumbre sobre posibles aranceles a los productos farmacéuticos europeos.

Modesta mejora de la actividad de la eurozona en el inicio del 3T. El PMI compuesto para la eurozona aumentó en julio 0,4 puntos, hasta 51,0 (niveles por encima de 50 indican crecimientos positivos), gracias, principalmente, a la reactivación del sector servicios (+0,7 puntos, hasta 51,2), con un sector manufacturero que se recupera lentamente (+0,3 puntos, hasta 49,8) y alcanza su mejor momento en tres años. Los componentes de precios muestran que se prolonga la moderación de las presiones inflacionistas, tanto en manufacturas como en servicios. Por países, Alemania se mantiene en julio en terreno de crecimientos positivos (-0,1 puntos, hasta 50,3) y esta mejora podría intensificarse en los próximos meses, gracias al esperado aumento del gasto público en inversión. Mientras, Francia mejora pero sin volver a terreno de crecimiento (+0,4 puntos, hasta 49,6) y la situación se puede complicar en los próximos meses por el aumento de inestabilidad política desatado tras la presentación del plan de ajuste fiscal del Gobierno (cerca de un 1,5% del PIB en 2026), que ha elevado la probabilidad de que se plantee una moción de censura.

La economía de EE. UU. inicia el 3T con buen pie, pero con un mapa de riesgos desafiante. En julio, el PMI compuesto de EE. UU. subió a 54,6 puntos, desde 52,9 de junio, el nivel más alto en lo que va de año y que indica una aceleración de la actividad con respecto a los meses anteriores. El repunte fue impulsado por el sector servicios, cuyo índice se elevó a 55,2, mientras que las manufacturas cayeron a 49,5 puntos y entraron en zona de contracción por primera vez desde abril. A pesar del crecimiento, las empresas se muestran cautas con el futuro y citan preocupaciones por los aranceles y las barreras comerciales. En cuanto a precios, se observaron fuertes presiones inflacionarias: tanto en servicios como en manufacturas aumentaron los costes de insumos y los precios de venta, impulsados por aranceles y mayores costes laborales. Por su parte, el componente de empleo creció por quinto mes consecutivo, aunque con señales mixtas: mientras los servicios siguieron contratando con fuerza, el sector manufacturero señaló reducciones de personal por primera vez en los últimos tres meses.

Eurozona y EE. UU.: PMI compuesto



Nota: Los datos del último mes corresponden a la estimación *flash*.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Mercados financieros

El BCE mantiene tipos y nos desea unas buenas vacaciones «en espera». Según lo previsto, el BCE no modificó los tipos de interés (*depo* en el 2,00%) en la primera reunión sin bajadas de tipos desde julio de 2024. La decisión, unánime, refleja el margen de pausa que dan una inflación en el objetivo (visible en los propios datos de inflación pero también en indicadores alternativos, salarios, márgenes empresariales y proyecciones a medio plazo) y una visión relativamente positiva del crecimiento económico (el BCE destacó dinámicas de fondo favorables detrás de la volatilidad generada por los aranceles y las estadísticas irlandesas), junto con la necesidad de análisis ante un mapa de riesgos exigente. Con todo ello, el BCE quiere «esperar y ver» antes de volver a mover ficha. Y es que el BCE sigue viendo un nivel de incertidumbre económica excepcional, en buena parte por las tensiones comerciales, y quiere gestionar esta incertidumbre con pausa y análisis. Por ello, Lagarde reiteró que, de cara a las siguientes reuniones, las decisiones van a depender de los datos y no habrá compromisos con ninguna senda de tipos a futuro. Y, para reforzar el mensaje, terminó la rueda de prensa deseando «unas buenas vacaciones en modo esperar y ver». La reunión enfrió las expectativas de los mercados sobre un posible recorte de tipos en septiembre, aunque los inversores siguen cotizando que el recorte termine produciéndose y el *depo* baje al 1,75% antes de terminar el año (véase la [Nota Breve](#)).

A por una nueva pausa de la Fed. Anticipamos, y así lo descuentan también los mercados financieros, que la Fed vuelva a dejar los tipos de interés sin cambios (*fed funds* en el rango 4,25%-4,50%), en la próxima reunión prevista para el 30 de julio, alargando la postura de cautela una vez más en lo que va de año. Las proyecciones macroeconómicas de la reunión de junio mostraron que, en cuanto a expectativas de tipos de interés, dentro del FOMC hay dos claros grupos, de casi igual tamaño: uno más cauto, que prefiere ningún recorte o tan solo uno en 2025, y otro que proyecta dos o incluso tres. El grupo más acomodaticio argumenta que hasta ahora el impacto de los aranceles sobre los precios al consumidor ha sido limitado y no debería generar efectos de segunda ronda, y que, dado que el mercado de trabajo no se encuentra en condiciones tan sólidas como parece (por ejemplo, la tasa de contrataciones está en mínimos y la creación de empleo privado se ha enfriado), es momento de retomar las bajadas de tipos. No obstante, esperamos que el grupo más cauto se imponga en esta reunión por tres razones: todavía falta claridad sobre cómo, cuándo y cuál será el nivel de llegada de aranceles, y la incertidumbre sobre el efecto en precios sigue siendo elevada; segundo, los datos apuntan a una economía que se mantiene resiliente, con una tasa de paro baja, y eso le permite seguir en pausa; y tercero, aunque el impacto ha sido limitado, por ahora, sí empiezan a aparecer en los datos de inflación unos primeros repuntes de precios de bienes que podrían extenderse en magnitud y perímetro, y que dificultan justificar una bajada de tipos.

Geopolítica y bancos centrales marcan el compás de los mercados. Los inversores empezaron la semana con un sentimiento cauto, ante la creciente proximidad del 1 de agosto, fecha en la que deberían entrar en vigor los llamados aranceles recíprocos de EE. UU. Sin embargo, el anuncio de un acuerdo comercial entre EE. UU. y Japón (véase la sección de Economía internacional) y las expectativas sobre un posible acuerdo entre EE. UU. y la UE desataron el apetito por el riesgo de los inversores en algunas sesiones, para luego moderarse hacia el cierre de la semana. Así, la bolsa estadounidense avanzó en el conjunto de la semana, también respaldada por buenos resultados empresariales entre algunas grandes compañías, como Alphabet, mientras que las bolsas europeas tuvieron un desempeño más dispar: en conjunto, el STOXX EUR 600 subió cerca de un 1%, destacando en positivo las bolsas española, portuguesa e italiana, pero con un comportamiento más mixto en los índices de Alemania y Francia. Por su parte, los tipos soberanos de corto plazo repuntaron de la mano de una lectura *hawkish* de la reunión de julio del BCE, mientras que los vaivenes del sentimiento inversor templaron el movimiento entre los tipos a largo plazo. En el mercado de divisas, el euro se fortaleció frente a sus principales pares y volvió a superar los 1,17 dólares, retornando a máximos de las últimas dos semanas. Por último, en el mercado de materias primas, el petróleo Brent siguió fluctuando cerca, pero por debajo, de los 70 dólares por barril.

		24-7-25	18-7-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	1.95	2.00	-5	-77	-174
	EE. UU. (SOFR)	4.32	4.33	-1	1	-94
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2.04	2.07	-3	-42	-145
	EE. UU. (SOFR)	3.96	4.01	-5	-22	-81
Tipos 2 años	Alemania	1.93	1.87	+6	-15	-70
	EE. UU.	3.92	3.87	+5	-32	-51
Tipos 10 años	Alemania	2.70	2.70	1	34	29
	EE. UU.	4.40	4.42	-2	-17	16
	España	3.31	3.31	0	25	6
	Portugal	3.13	3.14	0	29	8
Prima de riesgo (10 años)	España	61	62	-1	-9	-22
	Portugal	43	44	-1	-5	-21
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		6,363	6,297	1.1%	8.2%	17.9%
Euro Stoxx 50		5,355	5,359	-0.1%	9.4%	11.3%
IBEX 35		14,257	13,989	1.9%	23.6%	27.9%
PSI 20		7,737	7,674	0.8%	21.3%	15.2%
MSCI emergentes		1,267	1,249	1.4%	17.8%	18.0%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1.175	1.163	1.1%	13.5%	8.3%
EUR/GBP	libras por euro	0.870	0.867	0.3%	5.1%	3.1%
USD/CNY	yuanes por dólar	7.155	7.175	-0.3%	-2.0%	-1.3%
USD/MXN	pesos por dólar	18.546	18.748	-1.1%	-11.0%	0.5%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		104.2	105.1	-0.8%	5.5%	7.7%
Brent a un mes	\$/barril	69.2	69.3	-0.1%	-7.3%	-16.0%
Gas n. a un mes	€/MWh	32.4	33.6	-3.7%	-33.8%	1.8%

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

... * El próximo Pulso Económico se publicará el viernes 29 de agosto. Hasta entonces, os deseamos un feliz verano. ...

PULSO ECONÓMICO es una publicación de CaixaBank Research, que contiene informaciones y opiniones que proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank Research y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.