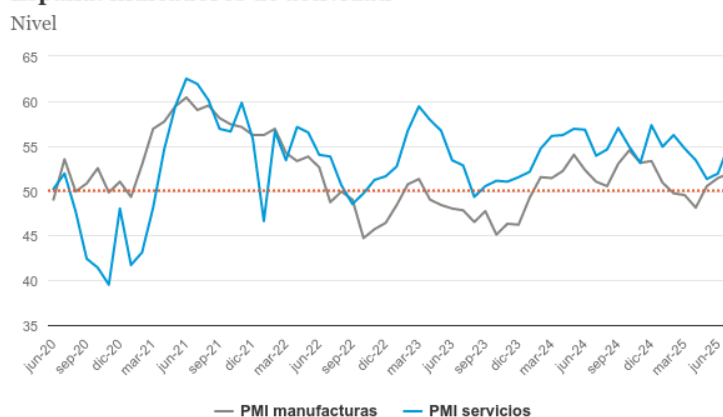


Economía española

El PIB en España siguió acelerando en el 2T y los primeros indicadores apuntan a un buen 3T. En el 2T 2025, el PIB creció un 0,7% intertrimestral, 0,1 p. p. más que en el 1T. Este resultado tuvo su origen en el buen comportamiento de la demanda interna, que aportó 0,9 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB. El consumo privado creció un 0,8% intertrimestral, tras el 0,5% del 1T, mientras que la inversión creció un 1,6% intertrimestral, encadenando ya tres trimestres de crecimientos superiores al del PIB. Por el contrario, la demanda externa contribuyó negativamente al crecimiento trimestral, debido a que las importaciones crecieron con mayor dinamismo que las exportaciones. En términos interanuales, el crecimiento del PIB fue del 2,8%, igual que en el 1T. Asimismo, durante el 2T la producción industrial también se reactivó y creció un 1,6% interanual, tras el -0,7% del 1T. El avance fue generalizado por sectores, aunque especialmente intenso en bienes de equipo y energía. Por otro lado, los principales indicadores de confianza apuntan a un buen comienzo en el 3T. En julio, el PMI del sector servicios rebotó hasta los 55,1 puntos, claramente por encima del umbral de 50 que señala crecimientos positivos, el mejor registro desde febrero, mientras que el PMI del sector manufacturero se mantuvo, por tercer mes consecutivo, ligeramente por encima de los 50 puntos. Por el lado del consumo, las señales son menos positivas, ya que el índice de comercio al por menor en términos reales, corregido de efectos estacionales y de calendario, cayó en julio un 0,4% intermensual, el primer descenso desde enero, contrastando con la subida mensual media del 0,8% en el 2T. No obstante, en términos interanuales el índice sigue creciendo, en concreto un 4,7%, solo ligeramente por debajo del 5,1% del 2T (véase la [Nota Breve](#)).

España: indicadores de actividad

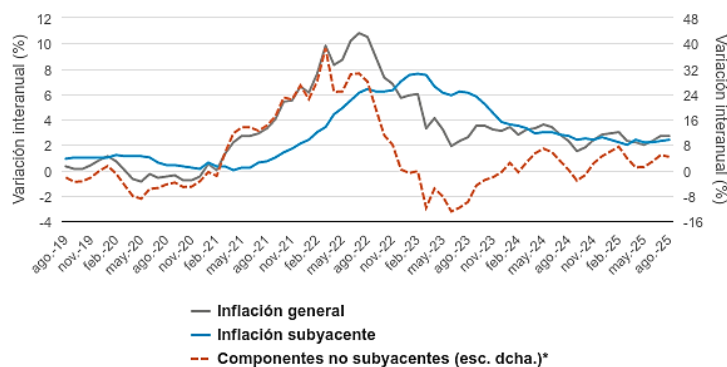


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

El mercado residencial español cierra el mejor primer semestre desde 2007. La demanda de vivienda sigue mostrando una notable fortaleza, sin señales de agotamiento: en junio, las compraventas crecieron un 17,9% interanual, con un balance acumulado del año de 358.000 operaciones, lo que supone un incremento del 19,7% respecto al mismo periodo del año anterior y el mejor 1S desde 2007. Por su parte, la actividad continúa siendo especialmente intensa en el segmento de vivienda nueva, que crece un 31% interanual en el 1S, prácticamente el doble que la vivienda usada (17%). A nivel regional y en el acumulado del año, Navarra es la única comunidad que presenta un leve retroceso en la actividad residencial (-0,8%). Por el contrario, los mayores crecimientos se concentran en mercados tradicionalmente pequeños a nivel nacional, como La Rioja, Castilla y León y Castilla-La Mancha. Entre las comunidades con mayor peso, solo Andalucía y Cataluña crecieron por encima de la media nacional.

La inflación general en España se estabiliza después de dos meses de subidas. La inflación general se mantuvo en agosto en el 2,7%, según el indicador adelantado del IPC publicado por el INE. Esta estabilización responde a la contribución al alza de los carburantes, compensada por la contribución a la baja de la electricidad y los alimentos. Así, la inflación frena su tendencia al alza después de marcar en mayo un registro del 2,0%. Por otro lado, el indicador de inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados) aumenta 1 décima hasta el 2,4%. Tanto el dato de inflación general como el de inflación subyacente se encuentran en el rango esperado por CaixaBank Research.

España: evolución del IPC



Notas: *Agregado de alimentos no elaborados y productos energéticos. Se calcula descontando el componente subyacente del IPC.

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

El déficit comercial en España aumentó con fuerza en la primera mitad del año. Las exportaciones de bienes crecieron en junio un 2,4% interanual, pero las importaciones lo hicieron con más intensidad (10,9%), de modo que el déficit se situó en 3.588 millones de euros (–713 millones en junio de 2024). Con este dato, el 1S 2025 cerró con un déficit de 25.113 millones de euros, un registro que supera ampliamente el del mismo periodo del año pasado (–15.822 millones) y el promedio de 2014-2019 (–11.938 millones). Por componentes, el deterioro en el 1S se explica tanto por la balanza energética, cuyo déficit se situó en 16.337 millones (–15.684 millones en el mismo periodo de 2024), como, sobre todo, la balanza de bienes no energéticos, que anotó un déficit de 8.776 millones, frente al déficit de 138 millones en 2024.

Economía internacional

Agosto deja casi a punto el nuevo marco arancelario en EE. UU. El periodo de negociación comercial abierto tras los anuncios del 2 de abril concluyó con dos hitos principales. Por un lado, el acuerdo entre la UE y EE. UU., que establece un arancel general del 15%, incluyendo autos, semiconductores y fármacos, así como el tratamiento preferencial de una serie de productos estratégicos y el compromiso de compras e inversiones por parte europea en industrias clave de EE. UU. Y, por otro lado, Trump aprobó nuevas medidas bilaterales que penalizan especialmente a Brasil, Suiza y la India, mientras que dejan en mejor posición que hace unos meses a los países del sudeste asiático. En conjunto, estimamos que el periodo de negociación de los últimos tres meses ha elevado el arancel promedio efectivo aplicado por EE. UU. a cerca del 17% desde el 2,5% de principios de año. Todavía quedan elementos relevantes que cerrar, como la finalización del acuerdo con China y México en otoño, así como posibles aranceles sectoriales sobre productos electrónicos y farmacéuticos, pero no esperamos que el panorama cambie ya de forma sustancial de aquí a final de año. En la proporción en que las condiciones se terminan de consolidar y las medidas entren plenamente en vigor, la atención se desplazará de la incertidumbre a una posible mayor visibilidad de sus efectos económicos en términos de crecimiento global e inflación en EE. UU.

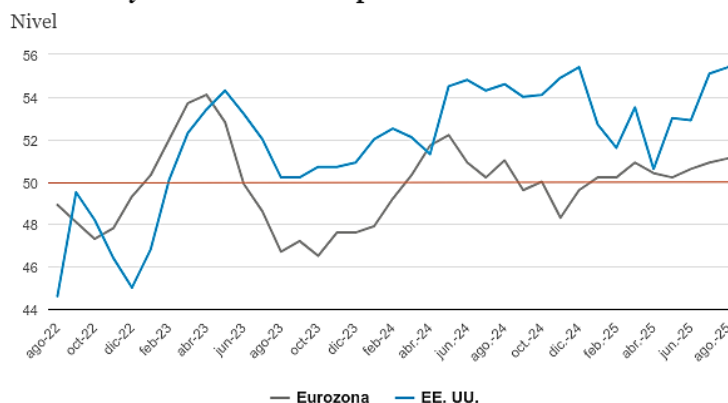
La eurozona afronta un 3T lleno de retos, tras un 2T bastante débil. Los datos de PIB del 2T muestran que se ha revertido el impacto de los «efectos anticipación» a la entrada en vigor de los aranceles que condicionaron el 1T: la eurozona creció un 0,1% intertrimestral en el 2T, tras el +0,6% del 1T (+0,3% sin Irlanda); Alemania e Italia cayeron (–0,3% y –0,1%, respectivamente en el 2T vs. +0,3% ambos en el 1T) y Francia aceleró por una mayor acumulación de inventarios (+0,3% en el 2T vs. +0,1% en el 1T). La eurozona afronta los próximos meses el reto de adaptarse a operar bajo unas condiciones comerciales con EE. UU. claramente menos favorables que las existentes previamente (véase el apartado anterior), si bien el estímulo fiscal que se desplegará en la región en los próximos años (plan ReArmUE y plan de infraestructuras en Alemania) podría mitigar parte del impacto de este nuevo escenario comercial. En este sentido, los principales indicadores de confianza empresarial y clima industrial para la eurozona muestran modestas mejoras, dentro de un escenario de cierta debilidad de la actividad para los próximos meses: el PMI Markit subió entre julio y agosto 0,5 puntos, hasta un nivel 51,1, apenas por encima del umbral de 50 que señala crecimientos positivos, y el

índice de sentimiento económico perdió en agosto parte de la mejora anotada en julio, situándose en 95,2, todavía por debajo de la referencia de 100 que apunta a crecimientos cercanos a su media de largo plazo. Parece que el impacto de la subida de aranceles permanece, de momento, bastante contenido, pero persisten las dudas acerca de la capacidad de la eurozona de alcanzar de forma sostenida un ritmo de crecimiento cercano a su potencial.

Se desata en Francia una nueva crisis política. El primer ministro francés, François Bayrou, anunció inesperadamente que se someterá a una moción de confianza el próximo 8 de septiembre debido a las dificultades para sacar adelante los presupuestos para 2026, que incorporaban recortes superiores a los 44.000 millones de euros (1,5% del PIB). A cierre de este informe, la mayoría de los partidos de la oposición han anunciado que votarán en contra, por lo que lo más probable es que el Gobierno pierda la moción de confianza y deba dimitir. Llegados a ese punto, el presidente Macron puede designar un nuevo Gobierno con el actual Parlamento o bien convocar nuevas elecciones. No queda claro cuál sería la opción más efectiva, ya que la composición actual del Parlamento ofrece unas opciones muy limitadas para formar un nuevo Gobierno y las encuestas apuntan a que unas nuevas elecciones arrojarían un Parlamento tan fragmentado como el actual. Este nuevo episodio de crisis política dificulta que se puedan implementar las medidas necesarias para alcanzar el objetivo de un déficit fiscal del 4,6% del PIB en 2026, tras el 5,4% estimado para este año, lo que ya se está reflejando en la prima de riesgo.

La economía de EE. UU. rebota en el 2T y mantiene el impulso en el 3T. En medio de la elevada incertidumbre y recrudecimiento de las tensiones comerciales, la economía de EE. UU. se recuperó en el 2T (+0,8% intertrimestral), tras la contracción del 1T (-0,1%) en gran parte debido a la fuerte caída de las importaciones –después de la acumulación de existencias en el arranque del año–, aunque también el consumo privado y la inversión empresarial, en particular en bienes de equipo, evolucionaron de forma positiva. De cara al 3T, la actividad arrancó con buen pie: en julio, las ventas minoristas avanzaron un 0,5% intermensual, a pesar de la presión de los aranceles, apoyadas en la fortaleza del gasto en automóviles y promociones de grandes minoristas; los pedidos de bienes duraderos, aunque afectados por la volatilidad en aeronaves, mostraron un robusto incremento del 1,1% en su componente núcleo (que excluye bienes de transporte), acompañado por un aumento de 0,7% en los envíos de bienes de capital, lo que anticipa un mejor tono de la inversión; y los PMI de agosto reforzaron la señal de dinamismo, con el índice manufacturero escalando a 53,3 –máximo desde 2022– y el compuesto de actividad total en 55,4, ambos claramente por encima del umbral de 50, que señala crecimientos positivos y en referencias consistentes con un crecimiento del PIB cercano al 2,5% trimestral. No obstante, los riesgos no han desaparecido, las encuestas PMI destacan que los aranceles siguen siendo la principal fuente de presión sobre los costes empresariales, mientras que el mercado laboral empieza a dar muestras de enfriamiento: la creación de empleo se ralentizó entre abril y julio (apenas 35.000 nuevos empleos al mes en promedio, frente a los 122.000 en el mismo periodo el año anterior) y la tasa de paro aumentó hasta el 4,2% en julio.

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 verano trae un cambio de marcha entre la Fed y el BCE. Si el BCE llegó al verano recortando tipos hasta terreno neutral (*depo* en el 2,00% desde el pasado junio) y la Fed lo hizo sosteniendo una política monetaria restrictiva (tipo *fed funds* estable en el rango 4,25%-4,50% desde diciembre de 2024), las últimas semanas han traído cierto cambio de perspectiva para septiembre. Según las expectativas de los mercados financieros, en las próximas semanas probablemente será la Fed la que baje tipos y el BCE quien los mantenga. En concreto, para septiembre los mercados monetarios cotizan un recorte de 25 p. b. en EE. UU. con cerca de un 85% de probabilidad, mientras que dan más de un 95% de probabilidad a que no haya cambios en los tipos del BCE. Es más, ahora los mercados apuestan por un tipo *depo* estable en el 2,00% incluso a finales de año (probabilidad de recorte inferior al 40% vs. más del 60% hace un mes). Este ajuste de expectativas en los mercados entronca con los mensajes enviados por la Fed y el BCE en las últimas semanas. Por un lado, cuando la Fed mantuvo tipos en julio, la mayoría estaba más preocupada por los riesgos de inflación que del empleo y solo dos miembros defendieron un recorte. Pero la publicación de un dato de mercado laboral más débil de lo previsto (véase la sección de Economía Internacional) llevó al presidente Powell a reconocer en la conferencia anual de Jackson Hole que «el cambio en el equilibrio de riesgos podría justificar un ajuste en nuestra postura de política monetaria». Powell abrió así la puerta a un recorte de tipos en septiembre, sin compromisos y esperando todavía a los datos de inflación y empleo correspondientes a agosto. En Jackson Hole, Powell también anunció cambios en el marco de política monetaria, abandonando la idea de tolerar una inflación por encima del 2%, tras periodos por debajo del objetivo. Por su parte, en el seno del BCE, la presidenta Lagarde reconoció que los últimos acuerdos comerciales han aliviado la incertidumbre global (aunque no la han eliminado) y destacó en positivo la resiliencia de la economía de la eurozona. Además, las actas de la reunión del BCE en julio reflejaron una visión alentadora sobre la inflación (exactamente en el objetivo del 2% en junio y julio), con la mayoría de los miembros percibiendo un balance de riesgos sobre la inflación equilibrado y destacando el valor de no mover ficha y esperar y ver la evolución de los datos y la incertidumbre.

Un verano con comportamiento divergente a ambos lados del Atlántico. Los mercados financieros en la eurozona tuvieron un verano sin sobresaltos, salvo en Francia, donde la inestabilidad política ha vuelto a despertar (véase la sección de Economía Internacional). De hecho, las expectativas de política monetaria para el BCE siguen descontando que se mantendrá en pausa en septiembre, y las rentabilidades soberanas en la mayoría de grandes economías se mantuvieron bastante estables. Las bolsas tuvieron un mes positivo, especialmente tras conocerse el acuerdo comercial entre la UE y EE. UU. (véase la sección de Economía Internacional), destacando el IBEX 35 (+4%), impulsado por el buen desempeño del sector bancario. Francia destaca negativamente dentro de este escenario de relativa estabilidad: tras el anuncio del voto de confianza, su prima de riesgo se amplió en más de 16 puntos en tan solo 10 días, con una rentabilidad soberana a 10 años en torno al 3,50% (máximo desde marzo de este año). Asimismo, la bolsa francesa cierra el mes con pérdidas, tras haber caído hasta un 3% desde la noticia. También en el Reino Unido hubo movimientos de calado, al alcanzar la rentabilidad del bono soberano a 30 años tasas en torno al 5,5%, máximos no vistos desde 1998, tras un dato de inflación de julio peor de lo esperado, lo que avivó los temores de una inflación persistente que impida al Banco de Inglaterra continuar bajando el tipo de referencia. Mientras, en EE. UU., el foco de los mercados estuvo principalmente puesto en la Reserva Federal, tanto en el discurso de Powell en Jackson Hole (véase la noticia de bancos centrales) como en los ataques a la independencia del banco central recibidos desde la Casa Blanca. La combinación de ambos factores ha cimentado en los mercados la expectativa de que la Fed adoptará una postura acomodaticia en los próximos meses y desplazó a la baja la curva soberana, con caídas especialmente notables en los tramos más cortos de la curva (-30 p. b.). Por otro lado, la bolsa estadounidense avanzó en el mes, impulsada por las expectativas de menores tipos y una temporada de resultados positiva. Por último, en los mercados de divisas, el euro-dólar se mantuvo cotizando en la banda 1,16-1,17 euros/dólares de manera consistente durante el mes de agosto.

		28-8-25	22-8-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,05	2,02	3	-67	-164
	EE. UU. (SOFR)	4,20	4,22	-2	-11	-106
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,12	2,08	+3	-35	-137
	EE. UU. (SOFR)	3,78	3,86	-8	-40	-99
Tipos 2 años	Alemania	1,93	1,95	-2	-15	-70
	EE. UU.	3,63	3,70	-7	-61	-80
Tipos 10 años	Alemania	2,70	2,72	-3	33	28
	EE. UU.	4,20	4,25	-5	-37	-4
	España	3,30	3,30	-1	23	5
	Portugal	3,14	3,13	1	29	8
Prima de riesgo (10 años)	España	60	58	2	-9	-23
	Portugal	45	41	4	-4	-20
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		6.502	6.467	0,5%	10,5%	20,4%
Euro Stoxx 50		5.397	5.488	-1,7%	10,2%	12,2%
IBEX 35		15.071	15.397	-2,1%	30,6%	35,2%
PSI 20		7.803	7.980	-2,2%	22,4%	16,1%
MSCI emergentes		1.261	1.267	-0,4%	17,3%	17,4%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,168	1,172	-0,3%	12,8%	7,7%
EUR/GBP	libras por euro	0,865	0,867	-0,2%	4,5%	2,5%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,131	7,168	-0,5%	-2,3%	-1,6%
USD/MXN	pesos por dólar	18,649	18,584	0,4%	-10,5%	1,1%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		102,0	101,6	0,3%	3,2%	5,4%
Brent a un mes \$/barril		68,6	67,7	1,3%	-8,1%	-16,7%
Gas n. a un mes €/MWh		31,6	33,6	-6,0%	-35,4%	-0,7%

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

Datos previstos del 1 al 7 de septiembre de 2025

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato	
1		España	PMI manufacturas	Agosto	-	51,9
		España	Entrada de turistas extranjeros	Julio	-	-
		Eurozona	PMI manufacturas	Agosto	50,5	49,8
		Eurozona	Tasa de paro	Julio	-	6,2%
		Turquía	PIB (interanual)	2T	-	2,0%
2		España	Afiliados a la S. S. y paro registrado	Agosto	-	-
		Eurozona	Avance del IPC (interanual)	Agosto	-	2,0%
		EE. UU.	ISM manufacturas	Agosto	-	48,0
		Brasil	PIB (interanual)	2T	-	2,9%
	3		España	PMI servicios	Agosto	-
		España	Crédito de nueva concesión	Julio	-	-
		Eurozona	PMI servicios	Agosto	50,7	51,0
		EE. UU.	JOLTS	Julio	-	7.437 mil
4			Eurozona	Ventas minoristas (interanual)	Julio	-
		Eurozona	Observatorio del BCE	Agosto	-	-
		EE. UU.	ISM servicios	Agosto	55,4	55,7
5		España	Precios de la vivienda del INE (interanual)	2T	-	-
		EE. UU.	Tasa de paro	Agosto	-	4,2%

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