

Economía española

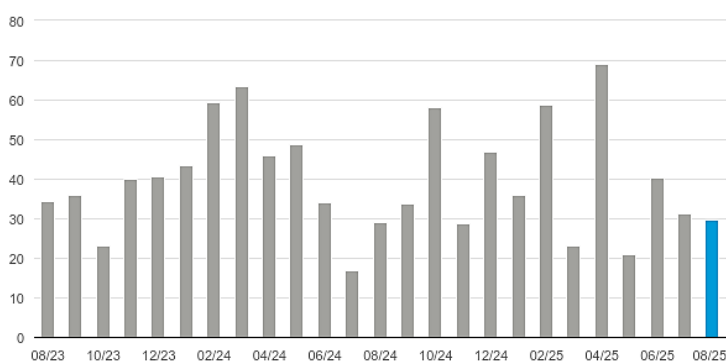
Cifras positivas de actividad en España en agosto. El PMI manufacturero repuntó con fuerza y alcanzó los 54,3 puntos en agosto, muy por encima del umbral de 50 puntos, que marca crecimiento en el sector, y la lectura más elevada desde octubre de 2024. La mejora del indicador se debió principalmente a la fortaleza de la demanda interna, aunque también se menciona una incipiente mejora de la externa. A su vez, el PMI del sector servicios, al marcar 53,2 puntos, se mantuvo en cotas que apuntan a un buen ritmo de crecimiento en el sector, aunque se situó algo por debajo de la lectura del mes anterior, de 55,1 puntos. Por su parte, también en agosto, las matriculaciones de turismos mantuvieron la tendencia positiva del año y crecieron un 17,2% interanual. En el acumulado del año, se han matriculado 769.452 turismos, un 14,6% más que en el mismo periodo del año anterior, aunque aún representan un 12,9% menos que las que se matricularon entre enero y agosto de 2019.

El gasto y las llegadas turísticas internacionales a España mostraron un crecimiento moderado, pero sólido, en julio. Las llegadas de turistas internacionales aumentaron un 1,6% interanual, mientras que la misma métrica de gasto creció un 6,1%. En los primeros siete meses de 2025, las llegadas y el gasto turístico internacional crecieron un 4,1% y un 7,0% interanual, respectivamente, sustancialmente por debajo de los aumentos del 11,0% y el 18,8% registrados en el mismo periodo de 2024. Estos datos son consistentes con nuestra previsión de ralentización del PIB turístico en 2025, que crecería un 2,7%, frente al 6,0% anotado en 2024.

El mercado laboral español mantiene el tono positivo en agosto, pese a la adversa estacionalidad. Como es habitual con el fin del periodo estival, la afiliación a la Seguridad Social se redujo en agosto en 199.300 personas (−0,9% intermensual), un descenso en línea con los registros anteriores en dicho mes, tanto en 2024 (−193.704 y −0,91%) como en el promedio de 2014-2019 (−0,9%). En términos desestacionalizados, el empleo anota una subida de 29.836 afiliados, de modo que en lo que va de 3T el crecimiento intertrimestral de los afiliados se desacelera hasta el 0,4%, desde el 0,6% del 2T. En cuanto al paro registrado, aumentó en 21.905 personas, cifra similar a la de agosto de 2024 (+21.884) pero inferior a lo habitual en dicho mes (+32.000 de media en 2014-2019) (véase la [Nota Breve](#)).

España: afiliados a la Seguridad Social*

Variación intermensual (miles)



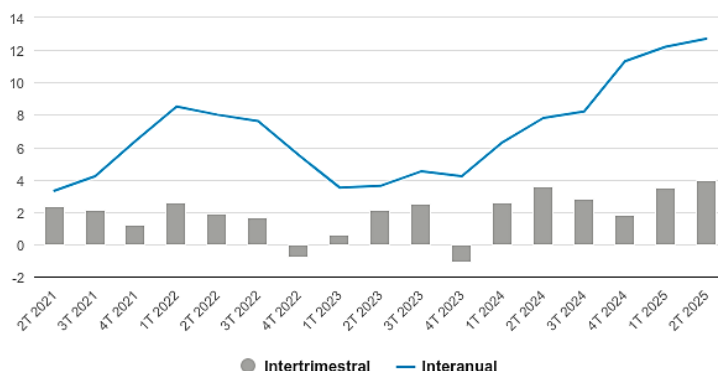
Nota: *Serie desestacionalizada.

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

El precio de la vivienda continúa acelerándose en el 2T 2025 en España. El índice de precios de la vivienda del INE aumentó un 12,7% interanual en el 2T 2025, por encima del 12,2% del trimestre anterior, manteniendo una tendencia alcista, que recoge el fuerte impulso de la demanda, tras el giro en la política monetaria a mediados de 2024 y la escasez de oferta. Este repunte respecto al 1T se explica por el incremento en el precio de la vivienda de segunda mano (12,8% frente a 12,3%), mientras que el de la vivienda nueva se moderó ligeramente por segundo trimestre consecutivo (12,1% desde el 12,2%). Por regiones, Murcia (14,6%), seguida de La Rioja y Aragón (ambas con un 13,7%), lideraron las subidas interanuales; entre los grandes mercados residenciales, solo Madrid y Andalucía superaron la media nacional.

España: precio de la vivienda (transacción)

Variación (%)



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

La nueva concesión de crédito en julio en España se mantiene sólida en hogares y recupera dinamismo en empresas.

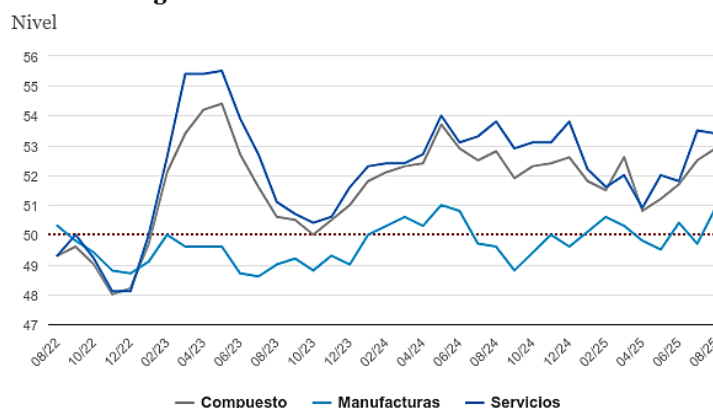
El nuevo crédito a los hogares (sin renegociaciones) aumentó un 21,1% interanual en el acumulado de enero a julio, con un aumento del 27,5% en el nuevo crédito a vivienda y del 18,8% en el crédito con una finalidad de consumo. Por su parte, la concesión de nuevo crédito a las empresas (sin renegociaciones) aumentó un 11,2% interanual en el acumulado de enero a julio.

Economía internacional

La incertidumbre arancelaria en EE. UU. reaparece por la vía legal. El tribunal de apelación federal, que en junio suspendió temporalmente un fallo de la Corte de Comercio Internacional, ha emitido su dictamen: por 7 votos a 4, ha confirmado que los aranceles establecidos bajo la International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) vulneran las competencias del Congreso. La decisión no afecta a los aranceles sectoriales sobre aluminio, acero y automóviles, pero sí a los bilaterales generales, que explican la mayor parte del aumento en la tasa efectiva media desde febrero (estimamos que 11 de los 14 p. p.). Según la orden judicial, los aranceles seguirán vigentes hasta el 14 de octubre, plazo durante el cual las partes pueden solicitar al Tribunal Supremo la revisión del caso. Es altamente probable que dicha solicitud sea aceptada, lo que extendería la vigencia de los aranceles hasta la emisión de una sentencia firme, sin posibilidad de recurso. En la deliberación, el escenario más probable es que el Tribunal Supremo –donde el Partido Republicano mantiene una mayoría de 6 a 3– falle a favor de la Administración Trump. En caso contrario, existen vías legales alternativas para mantener un nivel de proteccionismo comercial similar al actual, aunque su implementación completa podría demorarse de 6 a 12 meses. Además, el panorama fiscal podría complicarse aún más ante una posible devolución retroactiva de lo recaudado hasta la fecha (la Oficina de Presupuesto del Congreso prevé 200.000 millones de dólares en el año fiscal que cierra en septiembre, frente a los 80.000 millones del ejercicio anterior).

El crecimiento económico global aumenta con fuerza en agosto, aunque se vislumbran dudas en el horizonte. El PMI compuesto de actividad global subió por cuarto mes consecutivo y se situó en los 52,9 puntos (4 décimas más que en julio), su nivel más alto en 14 meses. La continuidad de la expansión del crecimiento se observó tanto en el sector servicios como en la industria, aunque fue en este terreno donde el auge de los nuevos pedidos y la producción ganaron más notoriedad. Por áreas geográficas, India se mantuvo a la cabeza del crecimiento de la producción seguida de EE. UU. y China, mientras que en la eurozona el ritmo de los avances fue más moderado. A pesar del buen dato de agosto, la confianza de los empresarios de cara a los próximos meses se situó en uno de los niveles más bajos desde la pandemia, ante el deterioro de sus expectativas sobre los nuevos pedidos y el empeoramiento de la creación de empleo, todo ello en un escenario de elevada incertidumbre comercial a nivel global.

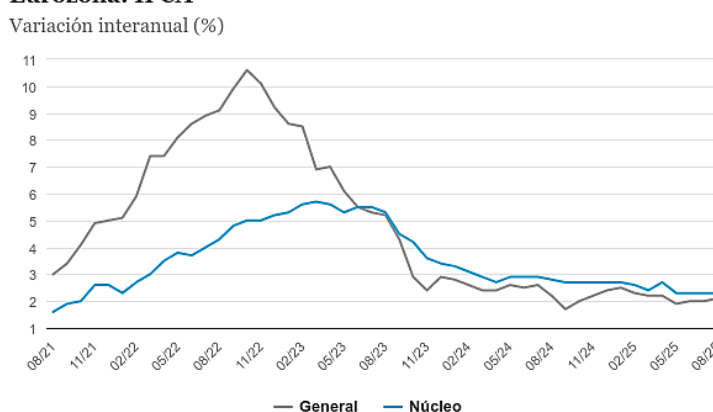
Indicadores globales PMI



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

Se confirma la debilidad del crecimiento de la eurozona en el 2T. La revisión a la baja del crecimiento alemán en el 2T (−0,3% intertrimestral vs. −0,1% inicialmente publicado) se ha visto compensada con la revisión al alza del crecimiento en Irlanda (+0,2% vs. −1,0%), con lo que se confirma que el crecimiento de la eurozona en el 2T fue del 0,1% intertrimestral, tras el 0,6% del 1T (0,3% sin Irlanda), e incide en la debilidad con la que la región debe afrontar el reto de adaptarse a unas condiciones comerciales muchos más adversas con EE. UU. Los indicadores de actividad, además, apuntan a que esta debilidad se mantiene en el inicio del 3T: en julio, las ventas minoristas cayeron en la eurozona un 0,5% intermensual, y los pedidos industriales en Alemania decepcionaron al retroceder un 2,9%, tras caer un 1,0% en el acumulado de los dos meses previos. En este contexto, la inflación sigue bajo control: en julio, la general subió 0,1 p. p., hasta el 2,1%; con una núcleo que repite en el 2,3% por cuarto mes consecutivo (véase la [Nota Breve](#)).

Eurozona: IPCA



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

Aumentan las señales de un enfriamiento gradual del mercado laboral en EE. UU. El informe JOLTS de julio mostró una caída mensual del 2,4% en las vacantes de empleo –el nivel más bajo en 10 meses–, dejando la ratio de vacantes por desempleado en prácticamente 1 (0,99, para ser exactos), la más baja desde 2021. La caída en vacantes se concentró en los sectores de salud y asistencia social, reforzando la tendencia que se observó en los datos de empleo de julio (donde se produjo una gran revisión de la creación de empleo y que también estuvo concentrada en estos sectores). Otros indicadores del mercado laboral también reflejan este deterioro, como el informe ADP de empleo privado de agosto, refleja una creación de empleo por debajo de lo esperado y una moderación del crecimiento de los salarios. Así también se sugiere en el *Beige Book* de la Reserva Federal, donde los diferentes bancos regionales describieron un panorama de crecimiento modesto y estable, con «pequeños o ningún» cambio en el empleo. En cuanto a la actividad, los índices de ISM extienden el tono de los meses anteriores: un sector de servicios dinámico

(índice en 52,0, máximo en seis meses) y un sector manufacturero débil, pero con señal de mejoras (índice en 48,7 frente a 48,0 en julio).

Los principales países emergentes continuaron creciendo en el 2T 2025, antes del peaje de los aranceles de Trump.

Entre abril y junio, la economía de la India creció un 7,8% interanual (frente al 7,4% del 1T 2025), por encima de lo esperado, impulsada por la fortaleza de la producción manufacturera, la construcción y el gasto público. De otra parte, el PIB de Turquía también creció con fuerza, un 4,8% interanual desde el 2,3% del 1T, gracias al notable ritmo de crecimiento de la demanda doméstica. Finalmente, el PIB de Brasil se situó en el 2,2% interanual, moderándose desde el 2,9% en el 1T, debido a la desaceleración del gasto público y al endurecimiento de las condiciones monetarias. No obstante, y a pesar del buen comportamiento registrado en estas economías, creemos que de cara al resto del año sus tasas de crecimiento se pueden ver limitadas por la imposición de aranceles muy elevados por parte de EE. UU., como en la India y Brasil, así como por la aplicación de políticas monetarias restrictivas, en Brasil y Turquía.

Mercados financieros

Semana volátil con el foco puesto en las rentabilidades de los bonos soberanos y en las próximas reuniones de los bancos centrales.

Los mercados financieros han mostrado un comportamiento mixto en una semana dominada por referencias macroeconómicas relevantes y movimientos en los mercados de deuda pública. Al inicio de la semana, los temores sobre la vuelta de la inflación y la disciplina fiscal provocaron una venta generalizada de bonos soberanos, con las rentabilidades del bono japonés y británico alcanzando niveles no vistos en 20 años y la del estadounidense a 30 años acercándose al 5%. En la eurozona, la inflación de agosto fue dispar entre países (véase la [Nota Breve](#)), aunque en conjunto se mantuvo en niveles cercanos al objetivo del BCE, lo que refuerza la expectativa de que no habrá cambios en la reunión de la próxima semana (el siguiente recorte se espera para marzo de 2026). Las bolsas europeas cierran la semana con pérdidas, mientras que las rentabilidades soberanas repuntaron en la primera parte de la semana, para luego corregirse tras la mejora del sentimiento inversor, aunque cerraron por encima de los niveles de la semana anterior. La prima de riesgo francesa se ha reducido desde los máximos recientes, tras las declaraciones de Macron en las que afirmaba que tratará de evitar elecciones anticipadas, aunque la situación política es muy complicada. En EE. UU., los datos de gasto personal y el indicador de inflación preferido por la Reserva Federal (PCE subyacente en el 2,9% interanual) aumentaron las expectativas de un recorte de tipos en septiembre (el mercado lo descuenta con una probabilidad del 98%), reforzada por las declaraciones *dovish* de gobernadores de la Fed (Waller y Williams) y por el enfriamiento del mercado laboral que se desprende de los datos que se van conociendo. Los rendimientos de la curva de deuda estadounidense retrocedieron en todos los tramos en la semana y las bolsas estadounidenses finalizaron la semana con ligeras cesiones o planas. En divisas, el euro se debilitó ligeramente frente al dólar y cerró la semana en torno a 1,16. En materias primas, el petróleo mostró volatilidad: subió tras sanciones impuestas por EE. UU. a Irán, pero cayó después por el aumento de los inventarios en EE. UU. y ante los rumores de que la OPEP+ podría acordar un incremento de la producción en octubre, en la reunión que se celebra este domingo. El Brent cerró la semana con una caída del 2,5%, en torno a 67 dólares por barril.











El BCE se siente cómodo donde está. Todo sugiere que en su reunión del próximo 11 de septiembre el BCE mantendrá los tipos en los niveles actuales (*depo* en el 2,00%). Los mercados financieros cotizan que no haya cambios con un 99% de probabilidad y los últimos mensajes del BCE sugieren que el banco central ve la política monetaria en una buena posición y tiene poca predisposición para modificarla a corto plazo (como señalaban las actas de julio, el BCE «reivindica el valor de mantener tipos y esperar»). Aunque hace unos meses se cotizaba un recorte de tipos para septiembre (hace dos meses los mercados le daban un 50%-60% de probabilidad), las expectativas se han reajustado ante la resiliencia de la actividad (anclada en una dinámica modesta pero resistente), unos datos de inflación sostenidamente en el objetivo (y con algunos indicadores subyacentes todavía algo por encima del 2%) y la reducción (que no eliminación) de la incertidumbre tras los acuerdos comerciales del verano. Estas dinámicas han reducido la presión para que el BCE siga recortando tipos a corto plazo. Sin embargo, el escenario es exigente y, aunque se reduzca la incertidumbre sobre el nivel de los aranceles, queda por resolver la incertidumbre sobre su impacto en la actividad

económica y la inflación. En este sentido, la actualización del cuadro macroeconómico de la eurozona que presentará el BCE la próxima semana será un primer paso para digerir las consecuencias económicas de los aranceles e iluminar el debate y la dirección de la política monetaria en los próximos trimestres (véase la [Nota Breve](#)).

		4-9-25	29-8-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,08	2,06	2	-64	-161
	EE. UU. (SOFR)	4,15	4,17	-2	-16	-111
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,19	2,12	+7	-27	-129
	EE. UU. (SOFR)	3,77	3,77	+0	-41	-100
Tipos 2 años	Alemania	1,96	1,94	+2	-12	-67
	EE. UU.	3,59	3,62	-3	-65	-84
Tipos 10 años	Alemania	2,72	2,72	0	35	30
	EE. UU.	4,16	4,23	-7	-41	-8
	España	3,31	3,33	-2	24	6
	Portugal	3,14	3,18	-4	29	8
Prima de riesgo (10 años)	España	59	61	-2	-11	-24
	Portugal	42	46	-4	-6	-22
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		6.502	6.460	0,6%	10,5%	20,4%
Euro Stoxx 50		5.347	5.352	-0,1%	9,2%	11,1%
IBEX 35		14.918	14.936	-0,1%	29,3%	33,8%
PSI 20		7.749	7.760	-0,1%	21,5%	15,3%
MSCI emergentes		1.262	1.258	0,2%	17,3%	17,5%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,165	1,169	-0,3%	12,5%	7,4%
EUR/GBP	libras por euro	0,867	0,866	0,2%	4,8%	2,7%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,142	7,131	0,2%	-2,2%	-1,5%
USD/MXN	pesos por dólar	18,740	18,656	0,4%	-10,0%	1,6%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		102,8	102,8	0,0%	4,1%	6,3%
Brent a un mes	\$/barril	67,0	68,1	-1,7%	-10,2%	-18,7%
Gas n. a un mes	€/MWh	32,4	31,6	2,5%	-33,7%	2,0%

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

Datos previstos del 8 al 14 de septiembre de 2025

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato	
8		Alemania	Producción industrial (interanual)	Julio	-	-3,6%
		China	Balanza comercial	Agosto	-	-
9		Francia	Producción industrial (interanual)	Julio	-	2,0%
10		España	Producción industrial (interanual)	Julio	-	-
		España	Ventas, empleo y salarios GE	Julio	-	-
		Italia	Producción industrial (interanual)	Julio	-	-0,9%
		China	IPC (interanual)	Agosto	-0,2%	0,0%
11		Eurozona	Comunicado del BCE	Septiembre	-	-
		EE. UU.	IPC (interanual)	Agosto	2,9%	2,7%
		EE. UU.	Observatorio del FOMC	Septiembre	-	-
12		España	IPC (interanual)	Agosto	-	2,7%
		Alemania	IPC (interanual)	Agosto	-	2,2%
		Francia	IPC (interanual)	Agosto	-	0,9%
		Japón	Producción industrial (interanual)	Julio	-	-0,9%

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