

# IM09

INFORME MENSUAL

NÚMERO 503 | SEPTIEMBRE 2025



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*Lo que hay detrás de los tipos de interés del BCE*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Un 5% del PIB en defensa: ¿por qué? ¿para qué? ¿es factible?*

*Presupuesto 2028-2034 para la UE: ¿misión imposible?*

*¿Funcionan los aranceles como herramienta de recaudación fiscal en EE. UU.?*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*Las causas de la salida del empleo*

*La clase media española en cifras: mayores ingresos, menor sensación de progreso*

## DOSSIER: DESAFÍOS Y POLÍTICAS EN LA ERA DE LA LONGEVIDAD

---

*Demografía y destino: el mundo que nos espera en 2050 con menos nacimientos y más longevidad*

*Efectos del envejecimiento sobre el crecimiento y palancas para su mitigación*

*El impacto del envejecimiento en las finanzas públicas: un verdadero reto para España y Europa*

*Palancas para mitigar el impacto de la demografía en las finanzas públicas: el caso de las pensiones*

*¿Una sociedad envejecida pagará menores tipos de interés?*

**INFORME MENSUAL**

Septiembre 2025

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y por BPI Research (UEEF)

**CaixaBank Research**

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

**Enric Fernández**

Economista jefe

**José Ramón Díez**

Director de Economías y

Mercados Internacionales

**Oriol Aspachs**

Director de Economía Española

**Sandra Jódar**

Directora de Planificación Estratégica

**Adrià Morron Salmeron y****Oriol Carreras**

Coordinadores del *Informe Mensual*

**Javier García-Arenas**

Coordinador del Dossier

**BPI Research (UEEF)**

[www.bancobpi.pt/](http://www.bancobpi.pt/)

<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-mercados/research>

[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

**Paula Carvalho**

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

5 de septiembre de 2025

**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 LAS CLAVES DEL MES****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS**

9 *Lo que hay detrás de los tipos de interés del BCE*

**12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**

14 *Un 5% del PIB en defensa: ¿por qué? ¿para qué? ¿es factible?*

David Martínez Turégano

16 *Presupuesto 2028-2034 para la UE: ¿misión imposible?*

David Martínez Turégano

18 *¿Funcionan los aranceles como herramienta de recaudación fiscal en EE. UU.?*

Isabela Lara White

**22 ECONOMÍA ESPAÑOLA**

24 *Las causas de la salida del empleo*

Sergio Díaz Valverde

26 *La clase media española en cifras: mayores ingresos, menor sensación de progreso*

Josep Mestres i Domènech y Anna Bahí

**29 ECONOMÍA PORTUGUESA****31 DOSSIER: DESAFÍOS Y POLÍTICAS EN LA ERA DE LA LONGEVIDAD**

31 *Demografía y destino: el mundo que nos espera en 2050 con menos nacimientos y más longevidad*

Josep Mestres Domènech

34 *Efectos del envejecimiento sobre el crecimiento y palancas para su mitigación*

David Martínez Turégano

37 *El impacto del envejecimiento en las finanzas públicas: un verdadero reto para España y Europa*

Javier García-Arenas

40 *Palancas para mitigar el impacto de la demografía en las finanzas públicas: el caso de las pensiones*

Javier García-Arenas con la colaboración de Vânia Duarte

42 *¿Una sociedad envejecida pagará menores tipos de interés?*

## Nuevas realidades, viejos riesgos

El verano ha transcurrido con la sensación de que el impacto inicial causado por las decisiones de política económica de la Administración Trump ha sido inferior al esperado inicialmente. Una vez compensados los efectos «anticipación» a las subidas arancelarias de principios de año, la fotografía de la actividad refleja un ciclo de crecimiento global que se mantiene en fase de aterrizaje ordenado y, por tanto, lejos de los escenarios recesivos. La destacable resiliencia de EE. UU., China e India está compensando la debilidad de la eurozona, permitiendo que el crecimiento mundial mantenga una velocidad de cruce próxima al 3%, como refleja un PMI global en máximos de 15 meses en agosto. Es cierto que el arancel promedio de EE. UU. va a ser muy superior al existente a principios de año (17% frente a 2,5%) y que los niveles aplicados a algunos países (Brasil, Suiza o India) van a tener un impacto negativo en el crecimiento. También falta por cerrar el acuerdo con China mientras se dirimen en los tribunales americanos las vías legales utilizadas por el Ejecutivo para justificar las subidas arancelarias. Pero, de momento, los efectos sobre crecimiento están siendo moderados y, una vez perfilado el nuevo mapa arancelario, se ha reducido el potencial impacto de la incertidumbre en las decisiones de los agentes económicos, al descartarse el riesgo de una guerra comercial.

En el frente de la inflación, en ausencia de retaliación, el impacto se transmite de forma gradual e, incluso, en EE. UU., los datos del 2T reflejan que las empresas están asumiendo una parte importante de la subida de aranceles, sin una afectación importante en los beneficios. Esta combinación de crecimiento e inflación permitirá que prosiga el movimiento generalizado de relajación monetaria global hacia zona neutral (-100 p. b. en los últimos 12 meses), al que se podría unir próximamente la Fed para compensar los primeros síntomas de debilitamiento en el mercado de trabajo. La situación en la encrucijada del banco central americano contrasta con la comodidad que se desprende de los últimos mensajes del BCE respecto al nivel actual de tipos de interés, una vez estabilizada la inflación cerca del 2%.

En esta coyuntura, los canales de transmisión de la política monetaria pueden verse afectados por las nuevas tensiones en los mercados de bonos que afectan a sospechosos habituales (Francia, el Reino Unido y Japón) y también a EE. UU. Ello refleja una preocupación por la sostenibilidad fiscal y la independencia de la Fed, además de ciertos desajustes entre oferta y demanda del mercado, especialmente en la parte larga de la curva. El bono a 30 años americano, una referencia clave, ha vuelto a situarse en la zona del 5% y en Europa se ha consolidado el realineamiento de las primas de riesgo, con la francesa (80 p. b.) más cerca de la italiana (87 p. b.) que de la española (60 p. b.) y con la rentabilidad del bono británico a 30 años en máximos de este siglo (5,6%). En el fondo, laten las dudas sobre el espacio fiscal en un buen número de países en la OCDE para afrontar los desafíos del nuevo escenario geopolítico, las necesidades del proceso de transición energética y los efectos a medio plazo de una demografía cuyas tendencias suelen ser difícilmente reversibles a corto plazo (véase el [Dossier en este mismo Informe Mensual](#)). Así como los recelos acerca de cómo el problema de la sostenibilidad fiscal puede contagiar a una política monetaria que se ha movido en el filo de la navaja en la última década, obligada a testar herramientas no convencionales, al asumir responsabilidades que no le tocaban. Ello pone, si cabe, en más valor la autonomía de los bancos centrales.

De esta manera, el foco de atención de los mercados va a pasar hasta finales de año al frente presupuestario, desde el comercial, a expensas de si se consolida la narrativa de que el impacto de la inversión en IA (últimas estimaciones la cifran en 4-7 billones de dólares hasta 2030) sobre la productividad y, por tanto, en el crecimiento potencial, puede compensar las distorsiones en la oferta global que supondrá el nuevo escenario geopolítico. En todo caso, estamos hablando de los primeros coletazos del proceso de transformación en el que está inmersa la economía mundial y que va a poner a prueba, en el futuro más inmediato, desde las relaciones comerciales entre los grandes bloques económicos hasta la solidez de las instituciones que han generado bienestar en las últimas décadas, empezando por la independencia de los bancos centrales o de los organismos reguladores. Cosas que tiendes a añorar cuando ya es difícil recuperarlas, algo que, como en otras facetas importantes de la vida y, parafraseando a Quevedo, se suele aprender tarde y con dolor.

Septiembre 2025  
José Ramón Díez

## Cronología

### AGOSTO 2025

- 5 Entran en vigor la mayoría de los aranceles recíprocos impuestos por EE. UU. a otros países.

### JUNIO 2025

- 5 El BCE recorta los tipos de interés en 25 p. b. y baja el tipo *depo* hasta el 2,0%.
- 12 Según Copernicus, de la Comisión Europea, mayo de 2025 fue, a nivel mundial, el segundo mes de mayo más cálido desde que se tienen datos (el récord lo tiene mayo de 2024).

### ABRIL 2025

- 2 *Liberation Day*: Trump anuncia un arancel universal del 10% y aranceles «recíprocos» superiores a 57 países.
- 17 El BCE baja los tipos de interés en 25 p. b. y deja el tipo *depo* en el 2,25%.
- 28 España y Portugal afectados por un masivo apagón que provoca graves disrupciones en ambos países.

### JULIO 2025

- 27 Acuerdo entre la UE y EE. UU. que establece un arancel general del 15%, 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.

### MAYO 2025

- 3 La OPEP aumenta la producción de crudo al tiempo que crecen las tensiones internas.
- 28 Las dudas legales sobre los aranceles de la Administración Trump incrementan la incertidumbre sobre sus efectos globales.

### MARZO 2025

- 4 La Comisión Europea presenta su propuesta para reforzar las capacidades de defensa de la UE (plan *ReArm Europe*).
- 6 El BCE bajó los tipos de interés en 25 p. b. y dejó el tipo *depo* en el 2,50%.

## Agenda

### SEPTIEMBRE 2025

- 2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).  
Eurozona: avance del IPC (agosto).
- 9 Portugal: comercio internacional (julio).
- 11 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 12 España: *rating* S&P.  
Portugal: *rating* Fitch.
- 16 España: encuesta trimestral de coste laboral (2T).
- 16-17 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 22 Portugal: precios de la vivienda (2T).
- 23 España: créditos, depósitos y morosidad (2T).  
España: balanza de pagos y PIIN (2T).  
Portugal: desglose del PIB por sectores institucionales (2T).
- 25 Portugal: ratio de morosidad (2T).
- 26 España: desglose del PIB (2T).  
España: *rating* Fitch.  
España: *rating* Moody's.
- 29 España: avance del IPC (septiembre).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (septiembre).
- 30 España: tasa de ahorro de los hogares (2T).  
Portugal: avance del IPC (septiembre).  
Portugal: actividad turística (agosto).

### OCTUBRE 2025

- 1 Portugal: empleo y desempleo (agosto).  
Portugal: deuda pública (agosto).  
Eurozona: avance del IPC (septiembre).
- 2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
- 8 España: cuentas financieras (2T).
- 10 Portugal: comercio internacional (agosto).
- 17 China: PIB (3T).
- 22 España: créditos, depósitos y morosidad (agosto).
- 23-24 Consejo Europeo.
- 24 España: encuesta de población activa (3T).
- 27 Portugal: créditos y depósitos (septiembre).
- 28-29 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 29 España: avance del PIB (3T).
- 30 España: avance del IPC (octubre).  
Portugal: avance del PIB (3T).  
Eurozona: PIB (3T).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (octubre).  
EE. UU.: PIB (3T).  
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 31 Portugal: ejecución presupuestaria (septiembre).  
Eurozona: avance del IPC (octubre).

## Un ciclo expansivo diferencial

La economía española inicia el curso 2025-2026 con cierta ventaja. El contexto internacional es frágil. Europa sigue ofreciendo síntomas de debilidad. En EE. UU., la Administración Trump llena de grietas los pilares que sostienen su economía, y en China la crisis inmobiliaria no toca fondo. En cambio, la economía española cuenta con una demanda interna sólida y con capacidad para seguir impulsando el crecimiento si el contexto internacional lo permite, y si supera con éxito los principales retos con los que se abre el curso.

El PIB del 2T 2025 confirmó el buen momento que atraviesa la economía española. El ritmo de avance trimestral se situó en el 0,7%, una cifra ligeramente superior a la esperada, que se sustenta fundamentalmente en la demanda interna y, sobre todo, en el consumo privado y la inversión. Tras unos años bajo el liderazgo de la demanda externa, el momento en el que se produce el relevo es especialmente propicio. La normalización de los tipos de interés por parte del BCE, una posición financiera del sector privado globalmente saneada y el crecimiento de la población actúan, y previsiblemente seguirán actuando, como puntos de apoyo. El escenario de CaixaBank Research contempla un crecimiento del 2,4% para 2025 y del 2,0% para 2026, pero tras los últimos datos publicados es probable que la realidad supere estas previsiones –que revisaremos el mes que viene–. El mensaje destaca ante el frágil contexto internacional.

Para consolidar el actual ciclo expansivo es fundamental que el crecimiento de la actividad sea sostenible, que no se generen nuevos desequilibrios y que se corrijan los existentes. En este sentido, uno de los principales retos de la economía española se encuentra en el sector inmobiliario. La demanda de vivienda ha crecido con fuerza los últimos años, así lo atestigua el aumento de los hogares y de las compraventas de vivienda. En cambio, la oferta de vivienda está reaccionando lentamente y de forma insuficiente para cubrir tal demanda. La presión sobre los precios de la vivienda es el principal reflejo de este desajuste. Como detalla el [Informe Sectorial Inmobiliario](#) que CaixaBank Research acaba de publicar, el déficit de vivienda acumulado los últimos años es superior al medio millón. Un desequilibrio de tal magnitud costará de corregir y, por tanto, las presiones sobre los precios probablemente se mantendrán elevadas a corto plazo. Es urgente reaccionar con determinación y acierto para frenar este desajuste, y empujar a corregirlo cuanto antes.

Un segundo frente al que hay que dedicar especial atención son las cuentas públicas. La deuda pública española se ha corregido de forma gradual pero sostenida en los últimos años. Todo apunta a que finalmente este año el déficit se situará por debajo del 3,0%, un hito que reforzará este proceso y ayudará a diferenciar la situación de la economía española de la de otras economías actualmente en el punto de mira de los inversores, como EE. UU. y Francia. Ambas presentan un déficit público superior al 6% y hay serias dudas sobre su capacidad para dar la vuelta a esta situación. La amenaza de un repunte de las primas de riesgo soberanas vuelve a planear en los mercados financieros y, cuando esto sucede, a muchos inversores les cuesta diferenciar entre economías. No hace falta ir muy atrás en el tiempo para tener buenos ejemplos de ello. En este contexto, es importante aprovechar el buen momento de la economía para reforzar el compromiso con el ajuste de las cuentas públicas españolas, y ofrecer la máxima visibilidad y credibilidad posible sobre la evolución de los ingresos y los gastos a corto y medio plazo.

Finalmente, también hay que prestar especial atención al sector exportador. Gran parte del éxito reciente de la economía española se sustenta en la apertura comercial de su tejido productivo. Ante el colapso de la demanda interna ocasionado por la crisis financiera, hace ya casi dos décadas, muchas empresas se esforzaron para abrirse paso en el mercado internacional. Así se salvaron muchos empleos y, con el paso de los años, así se crearon muchos más. La apertura internacional también ha servido como catalizador de la mejora de la productividad de muchos sectores y, a nivel macroeconómico, ha permitido mantener un amplio superávit comercial que ha ayudado a reducir el elevado endeudamiento exterior. El nivel de aranceles finalmente impuesto por la Administración Trump ha sido inferior al planteado inicialmente, pero el acuerdo parece frágil –¿quién sabe si mañana el presidente de EE. UU. cambiará de idea?–, y en cualquier caso las tensiones geopolíticas globales obligan a la máxima prudencia. En este contexto, es imprescindible apoyar al sector exportador para que siga ampliando y diversificando su base de clientes internacionales. Si se corrigen los principales desequilibrios económicos y se conjugan el dinamismo de la demanda interna y la demanda externa, el ciclo expansivo de la economía española será diferencial.

**Oriol Aspachs**

Promedio del último mes del periodo, excepto cuando se especifica lo contrario

### Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>TIPOS DE INTERÉS</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (límite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	4,00	3,25
SOFR 3 meses	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	4,07	3,35
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,75	3,41
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	4,10	3,90
Deuda pública 10 años	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,60	4,50
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	1,75	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	1,90	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,70	2,06
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	1,74	2,10
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	1,76	2,11
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	1,91	2,14
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,09	2,18
<b>Alemania</b>							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	1,89	1,97
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,30	2,40
<b>España</b>							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,48	2,63
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,67	2,84
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	3,00	3,20
Prima de riesgo	11	164	85	98	68	70	80
<b>Portugal</b>							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,01	2,14
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,31	2,49
Deuda pública 10 años	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	2,85	3,10
Prima de riesgo	19	314	82	63	46	55	70
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,21	1,22
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,81	0,80
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	158,00	154,00
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	65,1	65,3
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	53,8	53,5

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

### Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>CRECIMIENTO DEL PIB<sup>1</sup></b>							
<b>Mundial</b>	4,3	3,3	2,5	3,5	3,3	2,9	2,9
<b>Países desarrollados</b>	2,7	1,5	1,7	1,7	1,8	1,3	1,3
Estados Unidos	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	1,3	1,3
Eurozona	2,3	0,8	1,2	0,7	0,9	1,2	1,1
Alemania	1,6	1,3	0,4	-0,7	-0,5	0,4	1,3
Francia	2,3	1,0	0,7	1,6	1,1	0,4	0,8
Italia	1,5	-0,3	1,6	0,8	0,5	0,6	0,8
Portugal	1,5	0,4	1,5	2,6	1,9	1,6	2,0
España	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,4	2,0
Japón	1,4	0,4	-0,2	1,5	0,1	1,0	1,0
Reino Unido	2,8	1,2	1,0	0,4	1,1	1,1	1,2
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,3	4,9	3,1	4,7	4,3	3,9	3,9
China	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	4,2	3,9
India	7,2	6,7	3,8	8,9	6,7	6,8	6,6
Brasil	3,6	1,6	1,5	3,2	3,4	2,0	1,8
México	2,3	1,5	0,5	3,4	1,4	1,0	1,4
Rusia	-	1,4	0,6	4,1	4,3	1,7	1,3
Turquía	5,5	4,5	6,3	5,1	3,2	2,1	2,9
Polonia	4,2	3,7	3,6	0,1	2,8	3,6	3,3
<b>INFLACIÓN</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	5,5	6,6	5,7	4,3	3,9
<b>Países desarrollados</b>	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,3	2,3
Estados Unidos	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	2,9	2,6
Eurozona	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,0	1,9
Alemania	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,1	2,0
Francia	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	1,1	1,6
Italia	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,6	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,1	2,0
España	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,0
Japón	-0,3	0,4	0,7	3,3	2,7	1,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	4,2	7,3	2,5	3,1	2,3
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,9	5,5	6,8	8,0	7,7	5,6	4,9
China	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,5	1,0
India	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	4,6	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	4,9	4,2
México	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	4,4	3,7
Rusia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,4	6,0
Turquía	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	36,1	26,1
Polonia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	4,6	3,4

Nota: 1. Cifras ajustadas por estacionalidad y calendario para la eurozona, Alemania, Francia, Italia, Portugal, España y Polonia. Cifras ajustadas por estacionalidad para Estados Unidos y Reino Unido.

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

### Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	3,7	0,0	0,0	1,7	2,8	3,0	2,3
Consumo de las AA. PP.	4,5	0,9	2,6	5,2	4,1	1,5	1,0
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,2	-1,0	2,1	3,0	4,3	3,1
Bienes de equipo	4,9	0,2	-2,5	1,1	2,8	7,3	2,8
Construcción	5,7	-2,6	-1,9	3,0	3,5	3,2	3,3
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,7	1,6	2,7	2,6	2,1
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,5	2,8	3,1	2,8	2,0
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	2,5	0,3	2,4	3,9	2,5
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	3,2	-0,5	1,4	3,2	2,4	2,4	1,8
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	14,5	12,2	11,3	10,6	10,2
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,0
Costes laborales unitarios	3,1	0,6	3,6	6,1	4,0	3,4	2,7
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,8	-0,2	0,6	2,7	3,1	2,4	2,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,2	0,2	1,4	3,7	4,2	3,4	3,6
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,3	-6,5	-7,1	-3,5	-3,2	-2,8	-2,6

Nota: 1. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

■ Previsiones

### Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	1,8	0,5	1,2	1,9	3,2	2,0	2,1
Consumo de las AA. PP.	2,2	-0,3	2,0	0,6	1,1	1,1	1,1
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,7	2,9	3,6	3,0	1,9	4,7
Bienes de equipo	3,4	2,7	5,5	5,6	6,5	-	-
Construcción	-1,4	-2,4	2,6	1,2	1,4	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	1,9	1,7	2,7	1,8	2,2
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	3,6	3,8	3,4	1,7	3,0
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	4,0	1,8	5,0	2,2	3,3
<b>Producto interior bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	0,4	-0,4	1,1	2,3	1,2	2,1	1,0
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	6,6	6,5	6,4	6,3	6,4
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,1	2,0
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,8	-1,1	0,6	2,2	1,7	1,4
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	0,1	2,0	3,3	1,9	1,6
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,1	-3,0	1,2	0,7	-0,1	-1,2

■ Previsiones

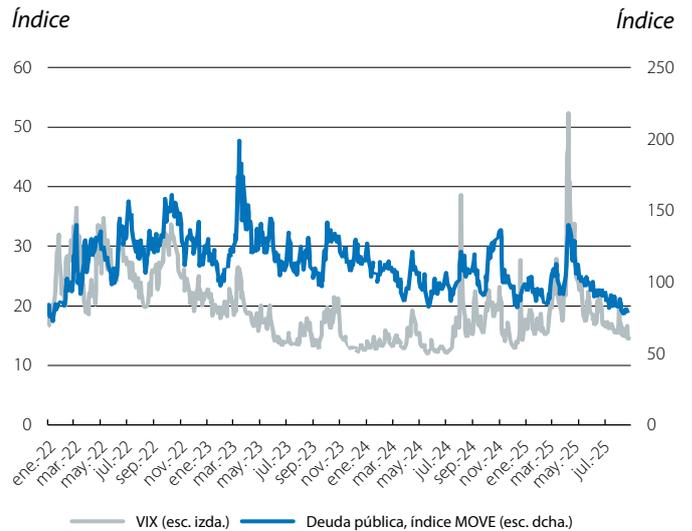
## Mercados en calma, riesgos latentes

**Verano de baja volatilidad.** El periodo estival suele traer consigo un menor volumen de negociación y liquidez en los mercados financieros, por lo que pequeños focos de inestabilidad tienden a escalar rápidamente, y los repuntes en la volatilidad son frecuentes. Basta recordar que la depreciación del yen en agosto de 2024 desató una venta masiva de acciones a nivel global que lastró a los principales índices más de un 8% en apenas un par de días. Sin embargo, el verano de 2025 ha sido un periodo de relativa calma en los mercados financieros, con las principales medidas de volatilidad contenidas, a pesar de las inestabilidades de fondo del entorno macroeconómico: incertidumbres en acuerdos arancelarios, el riesgo de erosión de la independencia de instituciones en EE. UU., dudas sobre el rumbo de la política monetaria, preocupaciones respecto a las perspectivas fiscales en el mundo desarrollado y riesgos geopolíticos, con un nuevo foco de inestabilidad en Francia.

**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 90% de probabilidad, mientras que dan casi un 100% de probabilidad a que no haya cambios en los tipos del BCE y que se mantenga el *depo* estable en el 2% hasta finales de año. 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 [Coyuntura 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. 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. De manera más enfática, Isabel Schnabel explicó que no ve necesarios cambios en la postura de la política monetaria en septiembre. Además, los últimos datos reflejan una visión alentadora sobre la inflación (prácticamente en objetivo desde junio), lo que, según se destila de los mensajes del BCE, refuerza una postura de pausa para esperar y ver la evolución de los datos y la incertidumbre.

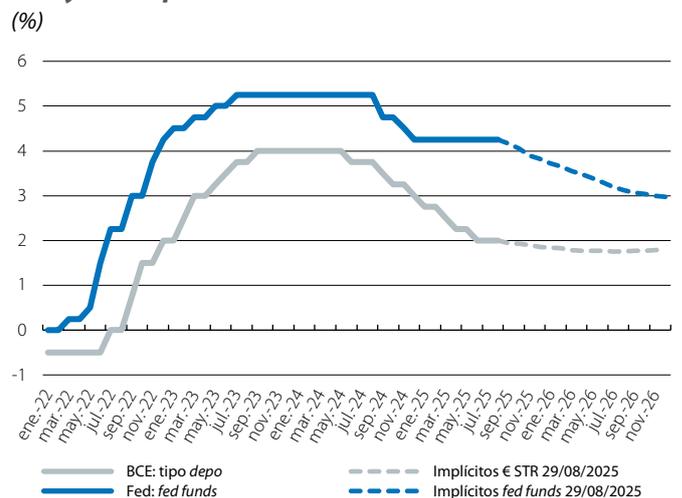
**En EE. UU., los tipos soberanos se ajustan a las expectativas de política monetaria pero no parecen temer al riesgo institucional.** La creciente expectativa de que la Fed retome las bajadas de tipos a partir de septiembre y mantenga la senda de distensión monetaria hasta finales de 2026 hizo caer las rentabilidades de los

### Medidas de volatilidad



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

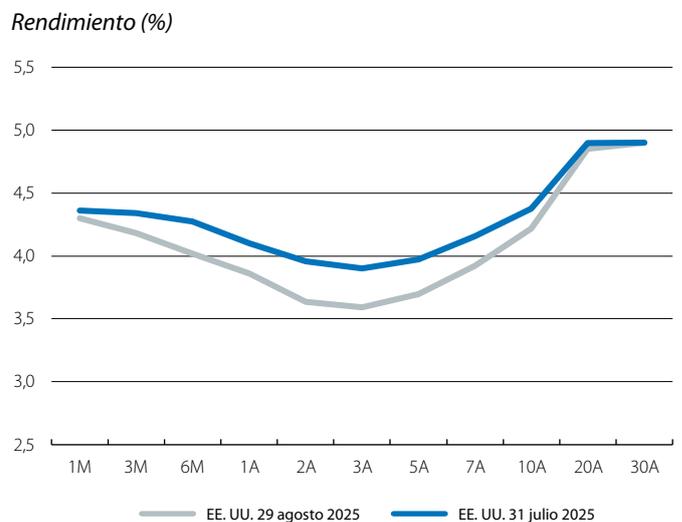
### BCE y Fed: tipos de interés



Nota: los datos históricos del fed funds corresponden al límite inferior.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE, de la Reserva Federal y de Bloomberg.

### EE. UU.: curva de rendimiento soberano



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

treasuries en los tramos cortos de la curva soberana (entre 6 meses y 5 años), de manera más destacada en la referencia a 2 años, especialmente sensible a la política monetaria, que retrocedió más de 30 p. b. en agosto. En cambio, los tramos más largos mostraron un comportamiento más estable: la referencia a 10 años cayó unos 15 p. b., mientras que la de 30 años cerró el mes prácticamente plana. Este comportamiento diferencial entre las rentabilidades cortas y largas refleja, en parte, la expectativa de que, aunque la Fed baje los tipos, las presiones fiscales de fondo mantienen elevadas las rentabilidades de largo plazo. Resulta, además, destacable la escasa reacción de los plazos largos ante las crecientes presiones de la Casa Blanca sobre la independencia de la Fed, intensificadas con el despido por parte de Trump de Lisa Cook, gobernadora del Consejo de la Reserva Federal, bajo la acusación de fraude hipotecario; una decisión que Cook ya llevó a los tribunales, donde se definirá su futuro en el cargo.

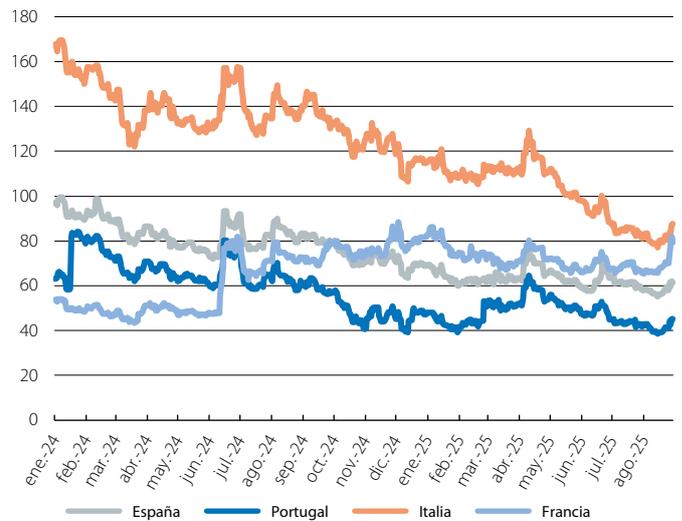
**Francia emerge como nuevo foco de inestabilidad.** Sin sorpresas del BCE, ni cambios de calado en las expectativas de política monetaria en la eurozona, los tipos soberanos de la región transcurrieron el verano con apenas cambios, y el euro-dólar se mantuvo cotizando en la banda entre 1,16-1,17 dólares por euro. Francia destacó negativamente dentro de este escenario de relativa estabilidad: tras el anuncio del voto de confianza, su prima de riesgo se amplió en más de 11 puntos en tan solo tres días, acercándose a los niveles de la prima italiana, y con una rentabilidad soberana a 10 años en torno al 3,50% (máximo desde marzo de este año). El efecto contagio sobre el resto de la periferia se mantuvo contenido, sin sobresaltos en las demás primas de riesgo. Sin embargo, cabe destacar el reciente repunte en las rentabilidades soberanas a largo plazo, en un mes de septiembre que inició con ventas de bonos soberanos a nivel global en un entorno de creciente preocupación sobre las perspectivas fiscales en las economías desarrolladas.

**Un mes más de avance en las bolsas.** El índice bursátil global se anotó un 2,3% en agosto y acumula ya ganancias del 13% en lo que va de año a pesar del desafiante contexto económico. En el mes, destacó el desempeño del IBEX 35, impulsado por el buen comportamiento del sector bancario, y del S&P 500 en EE. UU., donde la buena temporada de beneficios y las expectativas de la IA nuevamente impulsaron el desempeño bursátil del país. Destacó en negativo el CAC 40 en Francia, donde la inestabilidad política acabó lastrando las acciones y el índice se dejó un 2% en tan solo los últimos tres días del mes tras el anuncio de la moción de confianza.

**Un crudo estable y un oro que sigue «brillando».** El cese de los ataques aéreos entre Irán e Israel y las diferentes negociaciones arancelarias entre Trump y el resto de los países favorecieron la reducción de la prima de riesgo impuesta por los inversores sobre el precio del petróleo durante gran parte de agosto. A esta circunstancia se unió la continuidad de la ampliación de la producción de crudo por parte de los países de la OPEP. Con todo, el precio del barril de Brent se estabilizó y se negoció entre 66 y 68 dólares. Esta tendencia se mantuvo durante las primeras sesiones de septiembre, a la espera de la decisión de los países productores sobre posibles nuevos aumentos de producción y en medio de las perspectivas de la IEA de exceso de oferta de petróleo durante los próximos trimestres. Por su parte, el precio del oro alcanzó un nuevo máximo (3.500 dólares la onza) ante el auge de la incertidumbre de los inversores respecto a la inflación, la deuda y la disciplina fiscal.

**Eurozona: primas de riesgo**

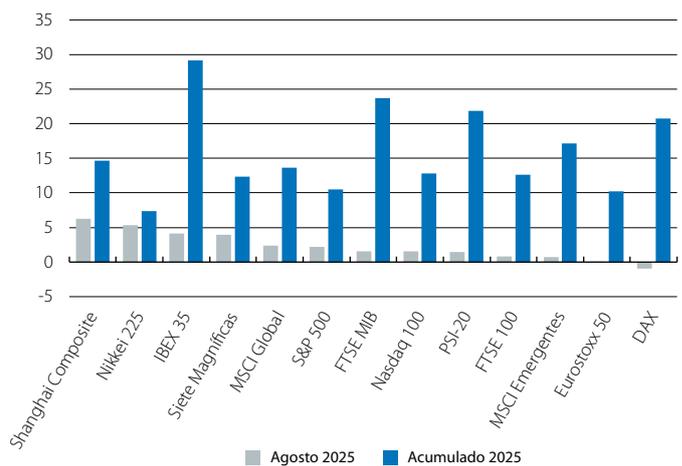
(p. b.)



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

**Índices bursátiles**

Variación (%)



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

**Materias primas: precios**

Variación (%)

	Medida	Precio	Variación (%)			
			Último mes	En el año	2023	2024
<b>Commodities</b>	<b>Índice</b>	<b>103,5</b>	<b>2,8</b>	<b>4,8</b>	<b>-12,6</b>	<b>0,1</b>
<b>Energía</b>	<b>Índice</b>	<b>27,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>-6,0</b>	<b>-25,6</b>	<b>-3,9</b>
Brent	\$/barril	67,8	-2,7	-9,1	-10,3	-3,1
Gas natural (Europa)	€/MWh	31,6	-7,0	-35,4	-57,6	51,1
<b>Metales preciosos</b>	<b>Índice</b>	<b>352,0</b>	<b>7,4</b>	<b>32,2</b>	<b>4,1</b>	<b>19,0</b>
Oro	\$/onza	3.542,5	5,0	35,0	13,1	27,2
<b>Metales industriales</b>	<b>Índice</b>	<b>143,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>-13,7</b>	<b>-1,6</b>
Aluminio	\$/Tm	2.619,0	2,1	2,6	0,3	7,0
Cobre	\$/Tm	9.980,5	3,6	13,8	2,2	2,4
<b>Agrícolas</b>	<b>Índice</b>	<b>55,1</b>	<b>3,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>-9,3</b>	<b>-8,7</b>
Trigo	\$/bushel	513,0	-0,7	-7,0	-20,7	-12,2

Nota: Datos a 3 de septiembre.

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

## Lo que hay detrás de los tipos de interés del BCE

El BCE ha completado un ciclo monetario, dejando atrás los tipos negativos y las medidas no convencionales de la última década y endureciendo con fuerza la política monetaria a partir de 2022. Desde 2024, con la inflación gradualmente bajo control, el BCE ha ido distendiendo sus tipos de interés hasta tener una inflación virtualmente en el objetivo (2%) y una política monetaria en terreno neutral (tipo *depo* al 2,00%).

Durante este ciclo, el BCE también ha ajustado la estructura con la que guía e implementa la política monetaria a lo largo de la coyuntura, y lo ha hecho en dos dimensiones: la estrategia y el marco operativo.

### Estrategia monetaria: guía para una economía volátil

La estrategia es el marco que guía las decisiones del BCE, y se construye con una visión del entorno económico, unos objetivos de política monetaria y una función de reacción que describe cómo alcanzar el objetivo dados los condicionantes del entorno. La última vez que el BCE revisó su estrategia fue en 2021: lo hizo influenciado por una década de baja inflación y demanda débil y concentró las energías en medidas para luchar contra la deflación y la amenaza de la *zero lower bound*.<sup>1</sup> Hoy el entorno es claramente diferente, y este cambio es evidente en la actualización estratégica 2025 del BCE.

La nueva estrategia parte de la visión que transformaciones estructurales como la reordenación geopolítica o el cambio climático redundan en un entorno económico más incierto y volátil. Para el BCE, esto significa que la inflación puede desviarse del objetivo de manera más recurrente, persistente y significativa, ya sea a la baja, como en 2010-2019, o al alza, como en 2021-2024. Así, no es suficiente con reafirmar los elementos clave del marco estratégico ya existente, sino que se deben matizar algunas debilidades identificadas en los últimos años.

La continuidad de los pilares clave da certidumbre sobre el comportamiento del BCE. No hay cambios ni en el objetivo de inflación (2%, simétrico, de medio plazo y referenciado al IPCA)<sup>2</sup> ni en la caja de herramientas oficial (tipos de interés y medidas no convencionales como compras de activos, LTRO o *forward guidance*). También se reitera el compromiso con las consideraciones climáticas, en tanto que son relevantes para la estabilidad de precios. Sin embargo, la nueva estrategia presenta una función de reacción más equilibrada, resaltando que el BCE debe reaccionar a las desviaciones de la inflación que sean persistentes y significativas (en tiempos volátiles, esto aconseja cierta tolerancia con desviaciones moderadas y no afinar la política monetaria al son del último dato), y tanto

### Revisión estratégica y marco operativo del BCE: puntos principales

Revisión estratégica		Marco operativo	
Entorno	Mayor incertidumbre y volatilidad por cambios estructurales (geopolítica, IA, demografía, cambio climático, etc.).	Principios de implementación	Efectividad, robustez, flexibilidad, eficiencia y buen funcionamiento de los mercados financieros.
Objetivo de inflación	2%, simétrico y de medio plazo. Métrica: IPCA.		Sin detrimento del objetivo primario (inflación) y los principios anteriores, facilitar los objetivos secundarios (apoyo a las políticas económicas generales de la UE y, en concreto, la transición verde).
Herramientas	Instrumento primario: tipos de interés.	Tipos de interés	Referencia principal: tipo <i>depo</i> .
	También se incluyen medidas no convencionales (tipos negativos, QE, <i>forward guidance</i> , etc.), sujetas a una evaluación de proporcionalidad.		Diferencial <i>refi</i> – <i>depo</i> de 15 p. b. (ant.: 50 p. b.), MLF – <i>refi</i> sigue en 25 p. b.
Función de reacción	Responder a desviaciones del objetivo grandes y sostenidas, tanto al alza como a la baja.	Liquidez	Inyectada con múltiples instrumentos, pero con un papel clave de las MRO.
	<i>Shocks</i> desinflacionarios: riesgo de <i>zero lower bound</i> .		MRO y LTRO a 3 meses se mantienen <i>fixed-rate tender</i> y <i>full allotment</i> .
	<i>Shocks</i> inflacionarios: riesgo de no linealidades en precios-salarios.		Se introducirán operaciones estructurales de crédito a largo plazo y una cartera estructural de activos para cubrir necesidades de liquidez por factores autónomos y requisitos de reservas. Sin interferir en la posición de la política monetaria.
Otros a tener en cuenta	Las implicaciones del cambio climático para la política monetaria.	Reservas	Marco de colateral amplio.
	La estabilidad financiera como condición necesaria para la estabilidad de precios.		Ratio de reservas (para determinar los requisitos mínimos) del 1% y remuneración del 0% para reservas mínimas.
Revisión	Última: 2025.	Revisión	Última: 2024.
	Próxima: 2030.		Próxima: 2026 (revisión de parámetros).

**Nota:** IPCA, índice de precios al consumo armonizado; LTRO, operaciones de refinanciación a largo plazo; MLF, facilidad marginal de préstamos; MRO, operaciones principales de refinanciación; QE, compras de activos con fines de política monetaria.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

1. La *zero lower bound* (o «límite cero» de los tipos de interés) se refiere a la imposibilidad de bajar los tipos por debajo del 0% de manera significativa. Véase el focus «El coste de los tipos negativos: el caso del Riksbank» en el IM03/2020.
2. El BCE también reiteró que desearía que el IPCA incorporara medidas más representativas del coste de la vivienda. El cálculo del IPCA, que depende de Eurostat, solo incluye alquileres pagados, con un peso de menos del 6% sobre el índice total.

si son a la baja (según enfatizaba la anterior estrategia) como al alza. En el mismo espíritu, el BCE introduce la agilidad como característica fundamental de las medidas no convencionales, lo que a futuro podría traducirse en la inclusión de «vías de escape» en el diseño de estas herramientas para que, si el escenario cambia abruptamente (como pasó en 2022), el BCE pueda reconfigurar su política monetaria sin sufrir una retirada indeseablemente lenta del estímulo.<sup>3</sup>

**Marco operativo: la transición de la liquidez**

La revisión del marco operativo es mucho más sustancial, al menos formalmente, ya que en la práctica oficializa operativas que se habían impuesto por necesidad tras la crisis financiera de 2008 (como fijar el *depo* como tipo de interés de referencia o mantener el *fixed-rate, full allotment* [FRFA] en las operaciones de refinanciación).<sup>4</sup> Con todo, el reto del marco operativo es a futuro: garantizar que el drenaje de liquidez del BCE<sup>5</sup> no comprometa la implementación de la política monetaria. Y es que el BCE quiere moverse del actual entorno en el que hay una gran liquidez, inyectada en su día por el mismo banco central a través de medidas no convencionales, a un mundo en el que sea el propio sistema financiero el que determine la liquidez que desea poseer: es decir, pasar de un sistema regido por la oferta de liquidez del banco central a un sistema conducido por la demanda de liquidez de las entidades financieras.

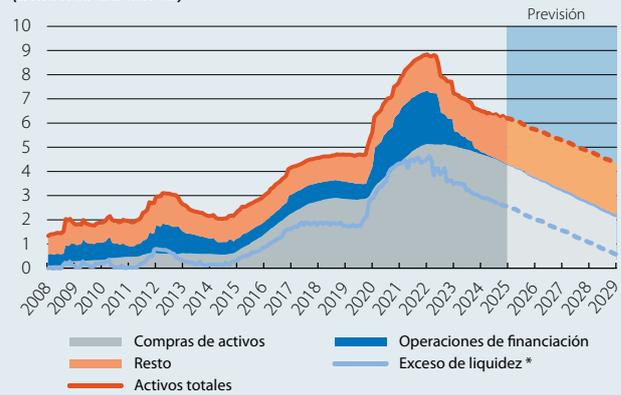
La visión es que un sistema basado en la demanda es más eficiente (la demanda se autosatisface y se asegura una distribución adecuada de la liquidez) y robusto, además de reducir la huella del banco central en los mercados financieros.<sup>6</sup> Para implementarlo, el BCE hará de sus operaciones de refinanciación regulares la principal fuente de liquidez directa del banco central (especialmente las llamadas MRO, a siete días vista, pero también las LTRO a 3 meses). Además, en los próximos años el BCE lanzará dos nuevos instrumentos para suministrar reservas: operaciones estructurales de crédito a largo plazo y una cartera estructural de activos. La intención es que estos dos instrumentos no interfieran en la posición (estímulo o restricción) de la política monetaria, sino que, al ser de largo plazo, den estabilidad a las necesidades de liquidez de las entidades financieras (y no forzarlas a refinanciaciones continuas de grandes volúmenes).

El BCE también anticipa que los mercados sean una fuente de financiación más relevante. Y esto ha influenciado la decisión de estrechar el corredor entre sus tipos de interés *refi* (el coste de tomar préstamos del BCE con las MRO) y *depo* (la remuneración de depositar liquidez en el BCE). El BCE ha rebajado este diferencial desde los 50 p. b. hasta los 15 p. b., con el doble objetivo de hacer más atractivos los préstamos MRO

3. El solo hecho de mandar este mensaje ya es un ejemplo de vía de escape, en tanto que comunica que el BCE quiere poder abandonar rápidamente las medidas no convencionales si el escenario lo requiere.  
 4. *Fixed-rate, full allotment*: tipo de interés fijo, demanda saciada; es decir, al tipo de interés fijo anunciado por el BCE, cada banco obtiene tanta liquidez como desea.  
 5. El BCE tiene en marcha una retirada de la liquidez en el sistema financiero con el repliegue de los programas de compras de activos y la devolución ya consumada de las TLTRO (préstamos a largo plazo).  
 6. Véase el focus «El BCE, a revisión» en el IM12/2023.

**Balance del BCE: activos totales**

(Billones de euros)



**Nota:** \* Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos uso de la facilidad marginal de crédito.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y proyecciones propias.

**Uso de las operaciones MRO del BCE por parte de bancos europeos**

(Miles de millones de euros)



**Nota:** La proyección a diciembre de 2027 corresponde a la expectativa mediana del Survey of Monetary Analysts (MRO + LTRO 3 meses).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

(de facto, se reduce el *refi* en 35 p. b.) y reducir la volatilidad de los tipos de interés interbancarios. A la vez, ha querido mantener un corredor entre el *refi* y el *depo* que sea suficientemente ancho como para preservar los incentivos a prestar y tomar prestado en los mercados.<sup>7</sup> Con todo, la transición será gradual, dado que el drenaje de liquidez del BCE avanza poco a poco<sup>8</sup> (véase el segundo gráfico) y la reactivación de la demanda de nueva liquidez es todavía incipiente (véase el tercer gráfico).

En conjunto, estos cambios de estrategia y operativa demuestran que el BCE ha vivido un ciclo exigente y ha tomado nota, dotándose de una mayor eficiencia y flexibilidad para lidiar con un entorno que amenaza con *shocks* de naturaleza muy distinta (desde perturbaciones de oferta y escenarios de estancamiento a caídas de la demanda y el riesgo de la *zero lower bound*).

7. Las entidades que prestan pueden obtener una remuneración superior al *depo*, y las que reciben prestado pagan un coste inferior al *refi*.  
 8. Lo hace de manera pasiva, con la no reinversión del principal de los activos adquiridos hace años bajo los programas de compras APP y PEPP y que, ahora, vencen progresivamente.

**Tipos de interés (%)**

	31-agosto	31-julio	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	2,15	2,15	0	-100,0	-210,0
Euríbor 3 meses	2,06	2,01	5	-65,3	-142,9
Euríbor 12 meses	2,12	2,13	-1	-34,1	-96,9
Deuda pública a 1 año (Alemania)	1,90	1,88	2	-34,2	-92,4
Deuda pública a 2 años (Alemania)	1,94	1,96	-2	-14,2	-45,1
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,72	2,70	3	35,7	42,5
Deuda pública a 10 años (España)	3,33	3,28	6	26,9	19,7
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,18	3,12	6	33,2	26,9
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,17	4,30	-13	-13,4	-84,6
Deuda pública a 1 año	3,83	4,09	-26	-30,9	-56,9
Deuda pública a 2 años	3,62	3,96	-34	-62,5	-30,0
Deuda pública a 10 años	4,23	4,37	-15	-34,1	32,5

**Spreads de deuda corporativa (p. b.)**

	31-agosto	31-julio	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	54	2	-2,3	2,9
Itraxx Financiero Sénior	59	56	3	-4,3	-0,9
Itraxx Financiero Subordinado	101	96	5	-11,3	-6,5

**Tipos de cambio**

	31-agosto	31-julio	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,17	1,14	2,4	12,9	5,8
EUR/JPY (yenes por euro)	171,9	172,1	-0,1	5,6	6,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,87	0,86	0,1	4,6	2,9
USD/JPY (yenes por dólar)	147,1	150,8	-2,5	-6,5	0,6

**Materias primas**

	31-agosto	31-julio	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	554,89	562,11	-1,3	3,4	3,5
Brent (\$/barril)	68,12	72,53	-6,1	-8,7	-13,6
Oro (\$/onza)	3.447,95	3.289,93	4,8	31,4	37,7

**Renta variable**

	31-agosto	31-julio	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	6.460	6.339	1,9	9,8	14,4
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.352	5.320	0,6	9,3	7,9
Ibex 35 (España)	14.936	14.397	3,7	28,8	31,0
PSI 20 (Portugal)	7.760	7.712	0,6	21,7	14,8
Nikkei 225 (Japón)	42.718	41.070	4,0	7,1	10,5
MSCI emergentes	1.258	1.243	1,2	17,0	14,4

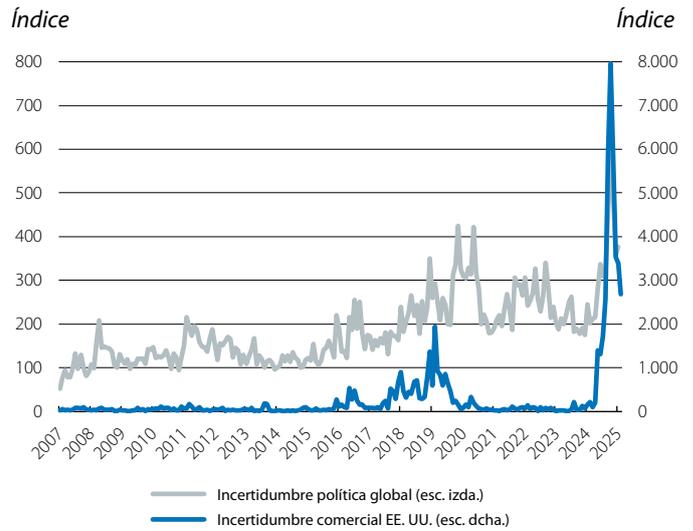
## La economía internacional resiste el verano

**Una economía mundial resiliente, con menos incertidumbre pero más aranceles.** La economía volvió del verano con indicadores de actividad resilientes (PMI compuesto a nivel mundial de 52,9 puntos en agosto, máximo de 15 meses) y una reducción de la incertidumbre alrededor de las relaciones comerciales a corto plazo. EE. UU. y la UE alcanzaron un acuerdo por el que se establece un arancel general del 15% sobre las exportaciones de bienes de la UE hacia EE. UU., 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. También Japón acordó con EE. UU. un arancel del 15%, mientras que EE. UU. y China prolongaron su tregua y siguen negociando, con una nueva fecha límite el próximo noviembre. En otras economías, EE. UU. impuso aranceles más severos, especialmente en Brasil e India (50%) y Suiza (39%). Además, EE. UU. eliminó la exención de *minimis* (productos con valor inferior a 800 dólares) a todos los países y fijó un arancel del 50% al cobre. Todo ello deja un arancel promedio efectivo aplicado por EE. UU. cercano al 17% (máximo desde 1934, y frente a la tasa del 3% o inferior que había prevalecido en los últimos 50 años).

**Las fuentes de incertidumbre no desaparecen.** No solo quedan importantes negociaciones comerciales pendientes, sino que la incertidumbre persiste también sobre cuán duraderos serán los acuerdos ya alcanzados, además de incertidumbres legales (el Tribunal de Apelación de EE. UU. ha declarado ilegales los aranceles bilaterales generales, establecidos con la IEEPA, aunque siguen vigentes hasta al menos el 14 de octubre y el caso probablemente se elevará al Tribunal Supremo). Asimismo, también hay incertidumbre sobre el impacto macroeconómico de los aranceles, desde su transmisión a lo largo de las cadenas globales y domésticas de producción y formación de precios hasta las posibles reconfiguraciones mundiales de los flujos comerciales. Por otro lado, la política mantiene más fuentes de incertidumbre en Europa. En las últimas semanas, Francia ha sufrido un tensionamiento de su prima de riesgo ante una posible caída del Gobierno de François Bayrou y una corrección más lenta de sus cuentas públicas: en 2024, el déficit público fue del 5,8%, el más alto de la eurozona; la deuda pública, del 113%, es la tercera más alta de la eurozona (por detrás de Grecia e Italia), prácticamente en el mismo nivel que en 2020 y 15 p. p. por encima de 2019.

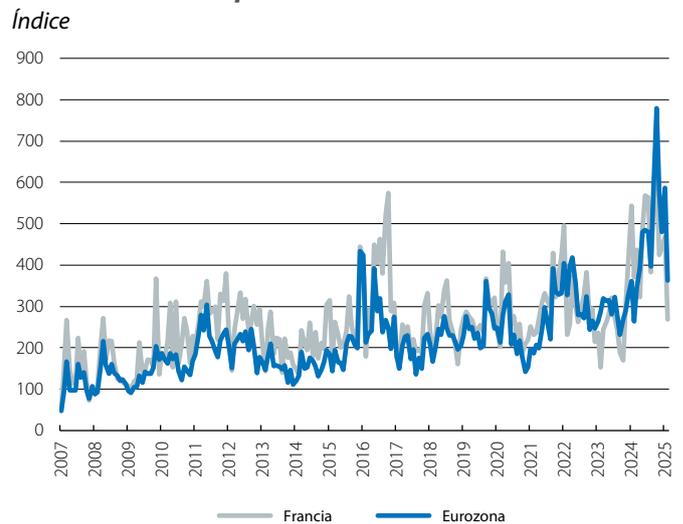
**Efectos rebote en el PIB.** Los datos del 2T muestran la reversión de los «efectos anticipación» debidos a la entrada en vigor de los aranceles de EE. UU. Tras un 1T en el que el auge importador anticipatorio hizo caer el PIB de EE. UU. y espoleó las exportaciones de las otras grandes economías, en el 2T el PIB estadounidense rebotó un 0,8% intertrimestral, con una fuerte contribución positiva del sector exterior pero con una composición mixta: caída muy notable de las importaciones, descenso leve de las exportaciones y un consumo e inversión privados avanzando menos de lo habitual. Estos vaivenes del comercio internacional con EE. UU. pesaron sobre las exportaciones chinas en el 2T, aunque la economía lo compensó con mayores exportaciones hacia países ASEAN y otras economías y el PIB de China mantuvo un avance sólido en el 2T (+1,1% intertrimestral, +5,2% interanual). En la eurozona, el PIB se desaceleró hasta el

### Incetidumbre económica



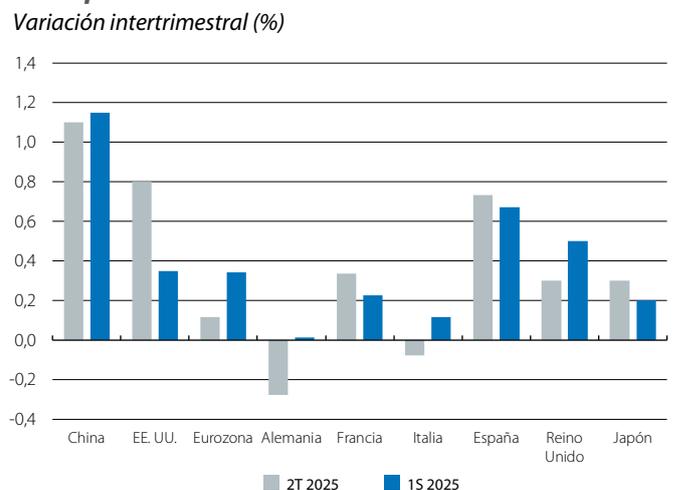
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com).

### Incetidumbre de política económica



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com).

### Principales economías: PIB



Nota: 1S 2025 es la variación intertrimestral promedio del 1T 2025 y 2T 2025.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina de Estadística de China, del Bureau of Labor Statistics, de Eurostat, de la ONS y de la Oficina de Estadística de Japón.

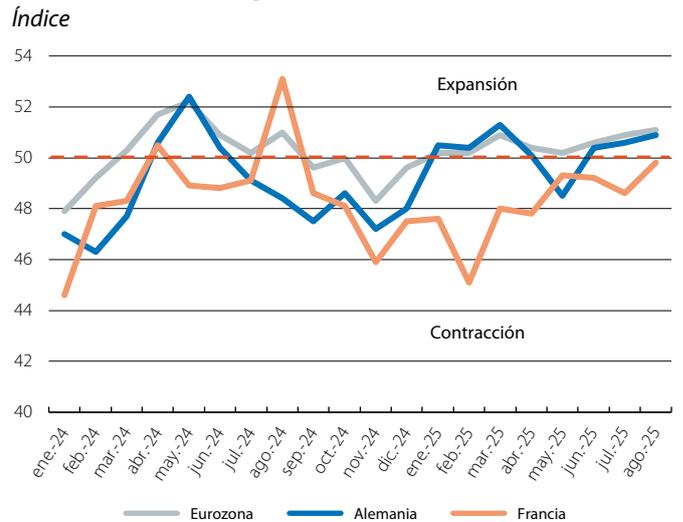
0,1% intertrimestral (+0,6% del 1T, que quedaba en un +0,3% sin Irlanda), lastrado por el sector exterior, si bien la resiliencia de la demanda doméstica dibuja cierta dinámica positiva de fondo (en un contexto en el que la tasa de paro bajó a un mínimo del 6,2% en julio). Por países, Alemania e Italia cayeron (-0,3% y -0,1%, respectivamente, en el 2T vs. +0,3% ambos en el 1T) y Francia aceleró por la acumulación de inventarios (+0,3% en el 2T vs. +0,1% en el 1T).

**Indicios de mejora en la actividad europea del 3T.** La eurozona afronta los próximos meses el reto de adaptarse a unas condiciones comerciales con EE. UU. claramente menos favorables que las existentes antes de 2025, si bien el estímulo fiscal que se desplegará en los próximos años (plan ReArmUE y plan de infraestructuras en Alemania) podría mitigar parte del impacto del nuevo panorama comercial. En este sentido, los últimos indicadores de confianza empresarial muestran alguna mejora, dentro de un escenario de expansión modesta de la actividad. En concreto, el PMI compuesto de la región subió cerca de 0,5 puntos entre julio y agosto y alcanzó los 51,0, un nivel que no deja de apuntar a un crecimiento modesto pero que supone un máximo desde mediados de 2024. Además, la mejora fue generalizada entre las grandes economías y tanto en servicios como, especialmente, manufacturas (en agosto, el PMI manufacturero [50,7] volvió a terreno expansivo por primera vez desde junio de 2022). En el conjunto de julio y agosto, también mejoró el índice de sentimiento económico, aunque, al igual que la confianza del consumidor, siguió en niveles relativamente anémicos.

**Señales de un mercado laboral estadounidense no tan robusto.** El grueso de indicadores de actividad en EE. UU. apuntan a un PIB dinámico en el 3T (*trackers* de las Fed de Nueva York y Atlanta en el 0,6%-0,7% intertrimestral), pero el dato más destacado a lo largo del verano fue la creación de empleo. En concreto, el mercado laboral creó 51.000 nuevos empleos mensuales en el promedio de julio y agosto (vs. 127.000 en el promedio de los 12 meses anteriores) y, además, la revisión estadística de la serie mostró una creación de apenas 6.000 en el conjunto de mayo y junio (vs. 291.000 estimados inicialmente). El contraste entre la pérdida de dinamismo en la creación de empleo y una tasa de paro relativamente estable en el 4% sugiere que el mercado laboral podría estar enfriándose tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta, una reflexión que hizo el presidente de la Fed, Jerome Powell, en el simposio anual de Jackson Hole y tras la que abrió la puerta a una bajada de tipos en septiembre (véase la coyuntura de [Mercados financieros](#)).

**La inflación diverge entre ambos lados del Atlántico.** En la eurozona, la inflación general fue del 2,1% interanual en agosto, virtualmente en el objetivo del 2% del BCE. Aunque la inflación núcleo, que excluye energía y alimentos, se mantuvo en el 2,3% interanual, detrás de esta estabilidad hay una baja inflación de los bienes industriales no energéticos (0,8%) y unos servicios que se desaceleran de manera lenta pero sostenida (con un 3,1% en agosto, marcaron un mínimo desde abril de 2022). En cambio, en EE. UU. las presiones inflacionistas siguen encalladas cerca del 3%, con un IPC general que avanzó un 2,7% interanual en julio y una inflación núcleo que aceleró hasta el 3,0% (el mayor registro desde febrero). Con todo, estas cifras sugieren que el impacto de los aranceles sobre los precios finales al consumo ha sido, hasta el momento, modesto, con presiones contenidas sobre las partidas que deberían verse más afectadas (equipos electrónicos, textil, etc.).

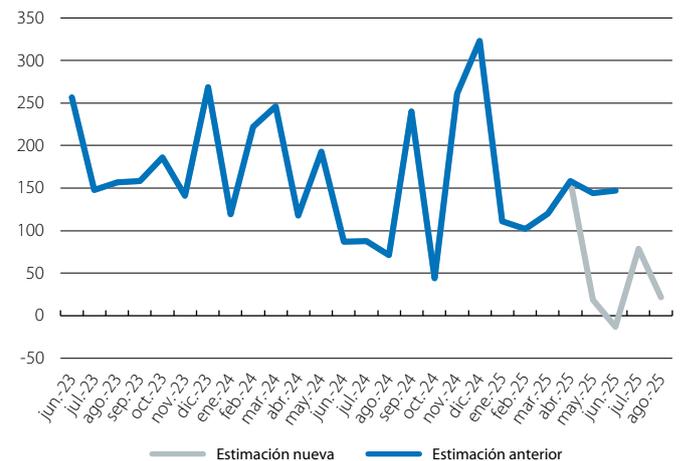
**Eurozona: PMI compuesto**



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

**EE. UU.: empleo**

**Variación mensual (miles)**

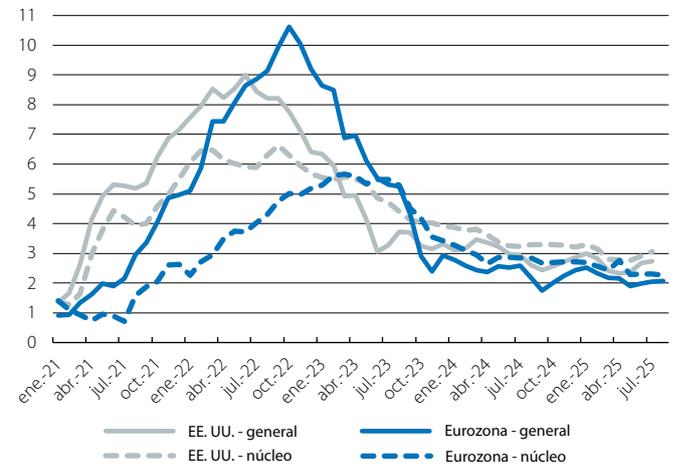


Nota: Excluye el sector agrícola.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

**Economías avanzadas: IPC**

**Variación interanual (%)**



Nota: La inflación núcleo excluye energía y todos los alimentos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de Eurostat.

## Un 5% del PIB en defensa: ¿por qué? ¿para qué? ¿es factible?

La cumbre de la OTAN celebrada en La Haya el 24 y 25 de junio concluyó con el compromiso de sus miembros de aumentar el gasto en defensa hasta un 5% del PIB en 2035. El mercado de la defensa es un monoposonio natural en el que la demanda está dominada por los gobiernos, por lo que este tipo de compromisos tienen una lectura inmediata para las cuentas públicas, más en un contexto global de aperturas fiscales como el actual.<sup>1</sup> En Europa, además coincide con la voluntad de darle un impulso competitivo a su economía sobre las bases del informe Draghi,<sup>2</sup> por lo que surge una fuerte competencia por recursos para otras áreas estratégicas, como la doble transición verde y digital. Intentamos aquí entender los motivos detrás del compromiso de la OTAN, explicar qué objetivos se persiguen y hasta qué nivel es razonable esperar que la UE incremente su gasto en defensa en los próximos años.

### ¿Por qué?

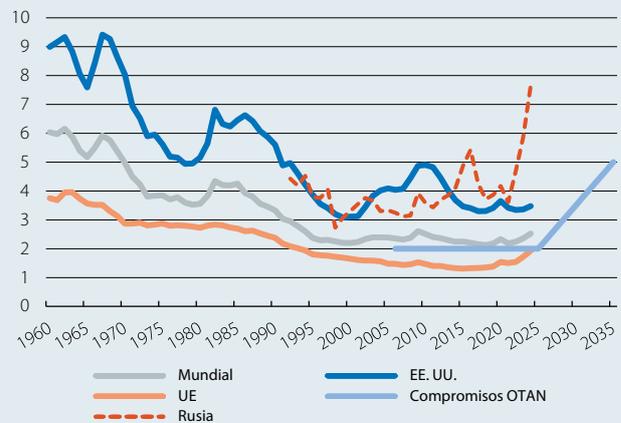
El establecimiento de compromisos de gasto de defensa no es nuevo dentro de la OTAN y desde la cumbre de Riga en 2006 se ha tenido de referencia un 2% del PIB, objetivo que se reforzó en la cumbre de Gales en 2014 tras la invasión rusa de Crimea. Las críticas de EE. UU. al incumplimiento sistemático de estos objetivos por parte de los socios europeos no han sido un elemento exclusivo de las Administraciones Trump, también resonaron con Obama y Biden en la Casa Blanca; los datos les dan la razón (véase el primer gráfico). Otro elemento estructural es la mención a la amenaza que supone Rusia a la seguridad euroatlántica, ahora materializada en la invasión de Ucrania desde 2022, y que ha comportado un salto sin precedentes en su gasto militar y su transformación en una «economía de guerra». Sin embargo, bajo las condiciones actuales –sin una participación directa de los miembros de la OTAN en un conflicto bélico–, ninguno de estos factores obliga por sí mismo a elevar el compromiso al 5% del PIB, una cifra que EE. UU. mantuvo por última vez en los últimos años de la Guerra Fría y globalmente en la década de los sesenta del pasado siglo. Así, la justificación más razonable habría que buscarla en la voluntad de disponer de una mayor potencia disuasoria en un escenario geopolítico más polarizado y en el que los miembros de la OTAN han venido perdiendo progresivamente peso en la economía mundial y, por lo tanto, en el gasto absoluto de defensa a nivel global (de un 75% hace 30 años al 55% actual). En contraposición, la suma de China, India y Rusia no ha dejado de aumentar y hoy supera el 20% del total (véase el segundo gráfico).

### ¿Para qué?

El nuevo compromiso de la OTAN para 2035 se distribuye entre un 3,5% del PIB para cubrir necesidades y capacidades

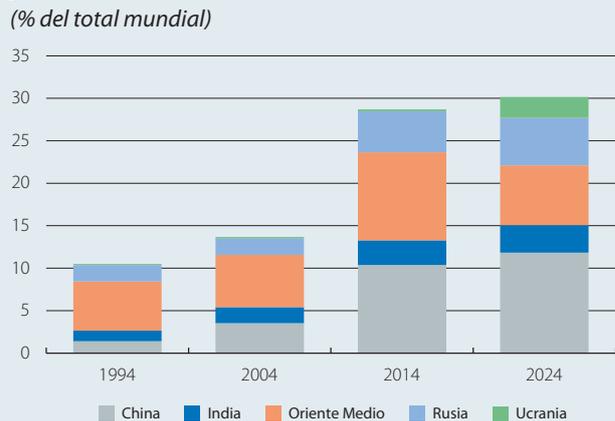
1. Véase el Focus «[Los límites de la deuda](#)» en el IM01/2025.  
 2. Véanse los Focus «[Draghi propone una política industrial europea como motor frente a los retos de las próximas décadas](#)» en el IM10/2024 y «[Una vuelta de tuerca en las prioridades políticas de la UE](#)» en el IM04/2025.

**Gasto global en defensa y compromisos OTAN (% del PIB)**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial y del SIPRI.

**Gasto en defensa fuera de la OTAN: países seleccionados (% del total mundial)**



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

esenciales de defensa –principalmente equipamiento y personal–, incluido para su movilización, y un 1,5% para proteger infraestructuras críticas, incrementar la resiliencia civil y digital, fomentar la innovación y fortalecer la base industrial. Así, el primer componente es el que busca asegurar una respuesta más rápida a corto plazo ante las amenazas y agresiones convencionales, y el segundo el que permitiría dotar a los países miembros de una capa autónoma de seguridad más sólida y de amplio espectro. El cumplimiento de estos objetivos tiene sin duda un factor de impulso en un mayor volumen de recursos empleados, pero son tan o más relevantes las consideraciones cualitativas.<sup>3</sup> En este sentido, la OTAN ha recalcado la importancia de un enfoque sistémico cooperativo y coordinado, con unos estándares y contratación pública conjunta que faciliten la interoperabilidad e intercambiabilidad de equipamiento y armamento, y una cadena de suministro más segura para la provisión de mate-

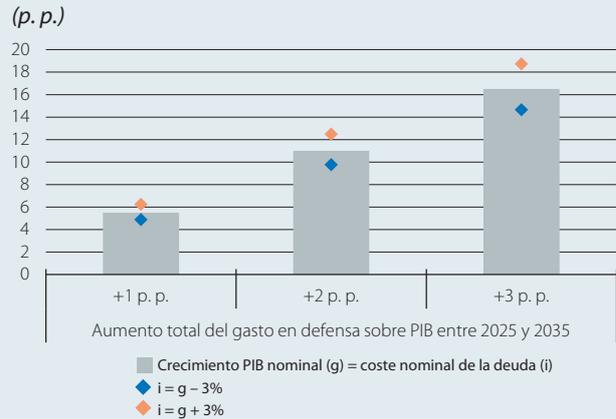
3. Carnegie Endowment (2025). «Taking the pulse: does meeting the 5 percent of GDP target enable Europe to confront the Russian threat?».

riales críticos a la industria de defensa.<sup>4</sup> Este mismo diagnóstico han venido realizando las instituciones europeas durante los últimos años,<sup>5</sup> presentando, tal y como destacó el informe Draghi, tres debilidades especialmente acusadas del sector de defensa frente a EE. UU.: la fragmentación de su mercado interior –que afecta tanto a su industria como a la gobernanza–, la elevada dependencia exterior y el bajo porcentaje de gasto en investigación, desarrollo e innovación.

**¿Es factible?**

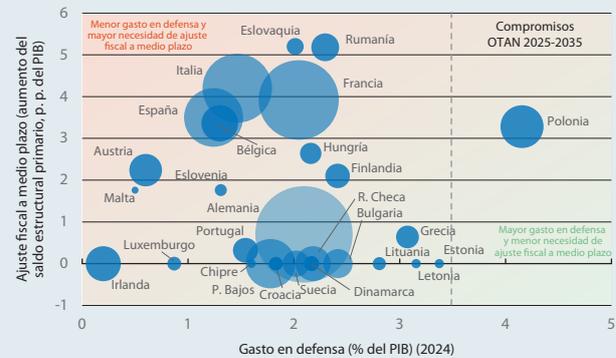
En la UE, las diferentes iniciativas planteadas por la Comisión Europea para financiar la expansión del gasto en defensa dejan el grueso del esfuerzo fiscal en manos de los Estados miembros. Por un lado, las primeras medidas presentadas en marzo y ya refrendadas por el Consejo, que incluyen un nuevo instrumento de préstamos por valor de 150.000 millones de euros (SAFE) para favorecer las compras conjuntas, y la posibilidad de desviarse de la regla de gasto durante los próximos cuatro años hasta un 1,5% del PIB, han suscitado poco entusiasmo entre los países miembros con limitado espacio fiscal. Estas medidas no amortiguan el significativo impacto que los nuevos compromisos de defensa tendrán, bien sobre la deuda pública (véanse algunos escenarios en el tercer gráfico),<sup>6</sup> con riesgos de presionar al alza el coste de la financiación soberana, bien sobre ajustes adicionales sobre los ya requeridos por los planes fiscales de medio plazo (véase el cuarto gráfico),<sup>7</sup> con implicaciones potenciales sobre el crecimiento y la distribución de la renta según el valor de los diferentes multiplicadores fiscales y sobre qué impuestos y/o partidas de gasto se concentren las medidas compensatorias.<sup>8</sup> De hecho, en este contexto, España, Francia e Italia no han solicitado la activación de la cláusula de escape, reduciendo de forma significativa el alcance de esta medida a unos 200-300.000 millones de euros respecto a los 600.000 millones inicialmente estimados. Por otro lado, el apetito de los denominados «países frugales» por impulsar un nuevo programa de gasto con emisiones conjuntas de deuda al estilo de los fondos NGEU parece que se ha terminado por diluir con el paso de los meses, priorizando el impulso de sus propuestas nacionales –como en el caso de Alemania–, al tiempo que el aumento propuesto por la Comisión Europea

**Aumento del gasto en defensa: impacto en la ratio de deuda pública sobre PIB**



Nota: Asumimos un aumento anual progresivo del gasto en defensa entre 2025 y 2035. Fuente: CaixaBank Research.

**Gasto actual en defensa y ajuste fiscal previsto a medio plazo en países de la UE**



Notas: Ajuste fiscal total durante el periodo de los planes fiscales estructurales a medio plazo (4 años o 7 años con extensión). El área de los círculos es proporcional al PIB nominal en euros de 2024. Datos de 2023 de Eurostat para países no OTAN (Austria, Chipre, Irlanda y Malta). Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OTAN, de Eurostat y de la Comisión Europea.

4. OTAN (2024). «NATO industrial capacity expansion pledge», y OTAN (2024) «Defence-critical supply chain security roadmap».  
 5. EEAS (2022). «A strategic compass for security and defence», Comisión Europea (2022), «Defence Investment Gaps Analysis and Way Forward» y Comisión Europea (2025), «White Paper for European defence - Readiness 2030».  
 6. Los escenarios del tercer gráfico recogen el incremento de deuda pública derivado exclusivamente de un aumento de diferente cuantía en el gasto en defensa (1 punto, 2 puntos o 3 puntos del PIB entre 2025 y 2035, repartidos de forma proporcional en cada uno de los 10 próximos años), y en cada caso la sensibilidad a un diferencial negativo, neutral o positivo entre el crecimiento nominal del PIB y el coste nominal de la deuda pública. Asumimos que el incremento del gasto en defensa no se compensa con mayores impuestos o la reducción del gasto en otras partidas.  
 7. Véase el Focus «El nuevo marco de gobernanza económica de la UE» en el IM01/2025.  
 8. Sobre multiplicadores fiscales, puede consultarse Sheremirov, V. y Spirovskaya, S. (2022) «Fiscal multipliers in advanced and developing countries: Evidence from military spending», Journal of Public Economics.

para el próximo ciclo presupuestario<sup>9</sup> palidece ante la magnitud de los compromisos alcanzados en la OTAN.

A estas alturas, en el actual escenario geopolítico, se pueden entender las motivaciones de querer aumentar el gasto en defensa por encima de los niveles actuales. También que hay aspectos que deben reforzarse en la contratación pública y la industria de defensa europea para poder afrontar con garantías los retos emergentes. Sin embargo, la aspiración del 5% del PIB es, sin duda, muy ambiciosa. Si se toma como referencia un 3%-3,5%, esta cifra ya supondría compensar en 10 años el déficit de gasto en defensa acumulado por los gobiernos europeos durante las últimas décadas, un esfuerzo considerable. La factura fiscal podría rebajarse con una identificación precisa de las prioridades críticas, una mejor coordinación para reducir costes y evitar duplicidades, y el fomento de sinergias con el sector privado en materia innovadora, lo que permitiría avanzar también en otras áreas estratégicas para elevar el crecimiento potencial de la economía europea.

David Martínez Turégano

9. Véase el Focus «Presupuesto 2028-2034 para la UE: ¿misión imposible?» en este mismo Informe Mensual.

## Presupuesto 2028-2034 para la UE: ¿misión imposible?

La Comisión Europea presentó el pasado 16 de julio su propuesta para el presupuesto comunitario 2028-2034, abriendo una negociación con el Consejo y el Parlamento Europeo que puede extenderse hasta finales de 2027. Con el fin de dotar a la UE de una genuina autonomía estratégica, el próximo presupuesto debería perseguir dos grandes objetivos: revitalizar la competitividad europea –siguiendo las líneas marcadas por el informe Draghi– y afrontar los desafíos de la geopolítica mundial, incluido el mayor proteccionismo comercial y los compromisos adquiridos dentro de la OTAN. La consecución de estos objetivos requerirá de ingentes recursos, cuya capacidad de movilización en el lado privado está por ver y en el lado público, parece que recaerá sobre los presupuestos nacionales, que cuentan de inicio con pocos grados de libertad. Todo un ejercicio de equilibrio.

### Un ciclo con nuevas prioridades

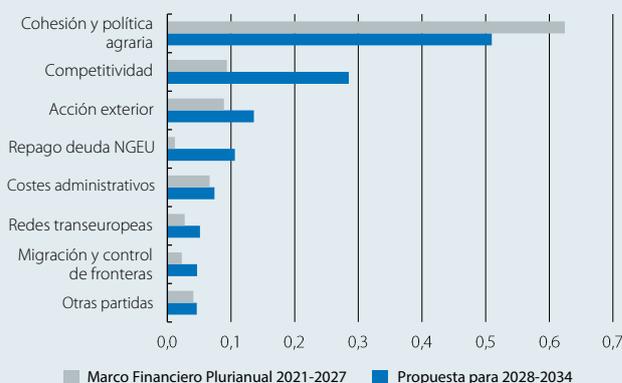
La propuesta de la Comisión para el próximo presupuesto (Marco Financiero Plurianual en la terminología de Bruselas) sitúa el volumen total de recursos cerca de los 2 billones de euros nominales, lo que representa un promedio anual equivalente al 1,3% del PIB de la UE esperado entre 2028 y 2034.<sup>1</sup> Esta cifra supone un salto cuantitativo respecto al presupuesto anterior, que ascendía a algo más de 1,2 billones de euros (1% del PIB nominal promedio 2021-2027), si bien entonces reforzado por los 800 mil millones de euros (mM) de los fondos NGEU, de los que ahora el repago de la deuda conjunta emitida para su financiación absorbería 168 mM. Además, en aras de la simplicidad y la flexibilidad, la propuesta comporta una reducción del número de áreas temáticas y programas comunitarios, así como cambios en su instrumentación, facilitando la reasignación de fondos según necesidades e incluyendo una transformación de los fondos estructurales (cohesión social y territorial, y política agraria) en la dirección marcada por los fondos NGEU.

La orientación de los fondos también se modifica sustancialmente, respondiendo a la revisión de prioridades estratégicas (véase el primer gráfico). Entre las principales novedades, se contempla la creación de un Fondo de Competitividad con una dotación de 409 mM, que se convierte en el principal vehículo del presupuesto comunitario para impulsar la agenda de inversiones del informe Draghi.<sup>2</sup> Los principales destinatarios son el impulso a la innovación a través del programa Horizon (175 mM) y la industria de defensa y espacial (131 mM), ambos con un incremento notable respecto al ciclo 2021-2027, mientras que el resto se destinará a la transición limpia, el liderazgo digital y diferentes áreas de la bioeconomía. Estos fondos se complementan con un mayor presupuesto para la facilidad *Connecting Europe* destinado a las redes transeuropeas de transporte (incluida la movilidad militar) y energía (81 mM en total).

1. Comisión Europea (2025). «The 2028-2034 EU budget for a stronger Europe».

2. Véase el Focus «Una vuelta de tuerca en las prioridades políticas de la UE» en el IM04/2025.

### Principales partidas del presupuesto de la UE (% del PIB anual)



**Notas:** En términos nominales sobre el PIB promedio de cada periodo. Compromisos iniciales aprobados por el Consejo para el periodo 2021-2027 (excluidos los NGEU) y propuesta de la Comisión Europea para 2028-2034.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

En cuanto a otras áreas estratégicas, destaca el incremento notable de recursos para la cooperación internacional y apoyo a los países candidatos a la UE. Así, el instrumento *Global Europe* se refuerza hasta 200 mM, mientras que se proponen dos líneas de financiación fuera del presupuesto destinadas a cubrir necesidades vinculadas a la guerra en Ucrania y la futura reconstrucción del país (por un total de 131 mM). Al mismo tiempo, aumentan los fondos para la gestión migratoria, asilo y control de fronteras (hasta 74 mM). Por último, con la gestión de emergencias como la COVID-19 en cabeza, la propuesta de la Comisión incluye un nuevo mecanismo transitorio de préstamos dotado con 395 mM –también fuera del presupuesto– para potenciales crisis futuras, que sería complementario a otros fondos de la UE destinados a incrementar la resiliencia en materia sanitaria y de protección civil.

### El eterno dilema de la financiación

El nuevo Fondo de Competitividad supone un paso hacia delante para apalancar un cambio estructural de la economía europea, pero es previsible que su impacto sea limitado sin una plena Unión de Ahorro e Inversiones que movilice el capital privado necesario. Esto será especialmente relevante para financiar proyectos innovadores que impulsen la transformación digital y conduzcan a ganancias de productividad, así como para apoyar la transición verde con la conformación de una industria europea de tecnologías limpias. Por otro lado, el esfuerzo comunitario propuesto en algunas áreas, sobre todo en defensa, parece quedarse lejos de los déficits inversores actuales y los compromisos alcanzados, sugiriendo que la aportación pública tendrá que venir en gran medida de unos presupuestos nacionales ya bastante estresados en la mayoría de los países miembros (véase «Un 5% del PIB en defensa: ¿por qué? ¿para qué? ¿es factible?» en este mismo Informe Mensual).

Como en ciclos presupuestarios anteriores, el debate sobre la financiación será intenso hasta su aprobación. Frente a las

posiciones que reclaman la extensión del modelo utilizado para los fondos NGEU, con deuda mancomunada y transferencias no reembolsables, otro conjunto de países muestra sus habituales reticencias, ahora reforzadas porque la factura de dichas emisiones absorberá un 8% del total del presupuesto comunitario (24 mM cada año). En definitiva, si bien el espacio fiscal común es más amplio que el individual, con las consiguientes ganancias en términos de coste de financiación, las finanzas públicas europeas parten de un nivel de endeudamiento relativamente elevado (87% del PIB en 2024).<sup>3</sup> En este contexto, la propuesta de la Comisión contempla la posibilidad de recurrir a emisiones conjuntas (hasta 690 mM, un volumen algo menor al NGEU), pero solo para afrontar determinadas contingencias (como el mencionado nuevo mecanismo de crisis) o para la concesión de préstamos (ya sea a Estados miembros o candidatos, como el caso de Ucrania).

Otro elemento destacable es la propuesta de incrementar los recursos propios en unos 350 mM para el conjunto del periodo 2028-2034, que pasarían a representar cerca de un 20% del total de ingresos previstos (véase el segundo gráfico). Estos provendrían de diferentes fuentes, incluyendo el sistema de comercio de emisiones (ETS) y el mecanismo de ajuste en frontera por carbono (CBAM), así como nuevos impuestos sobre los residuos de aparatos eléctricos y electrónicos no reciclados, tabaco y una contribución empresarial fija según nivel de facturación. Algunos de estos nuevos recursos ya fueron propuestos en 2020 para el actual ciclo presupuestario y no fueron adoptados.

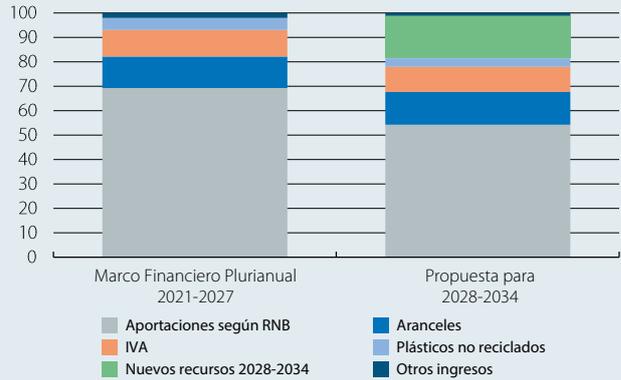
**Cohesión y transición verde, claves en la negociación política**

Respecto a los fondos de cohesión y la política agraria (incluyendo de forma amplia medio ambiente y transición climática), algunas voces señalan que es en estas partidas donde más se han reflejado los corsés fiscales y las nuevas prioridades estratégicas de la UE. Así, los recursos nominales para estas políticas se mantendrían estables respecto a lo comprometido para 2021-2027 (en torno a 800 mM), pero retrocederían como porcentaje del total del presupuesto (del 64% al 40%) y con relación al PIB (del 0,6% al 0,5% anual, como se observa en el primer gráfico). Este descenso contrasta con el estancamiento de los últimos 15 años en la convergencia entre regiones europeas, que mantienen una brecha notable entre las más desarrolladas del noroeste y las de menor renta per cápita en el este, todavía con amplias zonas rurales y relevancia de su sector agrícola.<sup>4</sup> Además, una posible ampliación de la UE encabezada por Ucrania reforzaría este diagnóstico.

A este cambio cuantitativo en los fondos estructurales se une también la propuesta para un significativo ajuste en su gobernanza. Siguiendo el diseño de los fondos NGEU, la

3. Incluye un 82% del PIB de deuda nacional de los Estados miembros y un 5% del PIB de deuda mancomunada.  
 4. Comisión Europea (2024). «Ninth report on economic, social and territorial cohesion».

**Fuentes de financiación del presupuesto de la UE (% del total de ingresos)**



**Notas:** La renta nacional bruta (RNB) es equivalente a la suma del PIB y el saldo exterior de rentas del trabajo y del capital. Los recursos propios por aranceles incluyen también impuestos agrícolas.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea y el Consejo.

Comisión contempla la elaboración de Planes Nacionales y Regionales de Cooperación (PNRC), en los que se aglutinen los programas de reformas e inversiones de cada Estado miembro, y cuyo cumplimiento daría acceso a los recursos asignados en el presupuesto comunitario. Las críticas sobre el papel que tendrán los Gobiernos locales y regionales en este nuevo esquema anticipan que este será también un elemento central del debate político en ciernes. Otro elemento que se heredaría del NGEU sería la disponibilidad de préstamos para ejecutar las medidas contenidas en los PNRC. La Comisión propone un total de 150 mM, que potencialmente podrían elevar los recursos totales para cohesión y política agraria a niveles equivalentes a los actuales, con la diferencia, eso sí, de que estos préstamos engrosarían el nivel de deuda pública nacional, mientras que el presupuesto comunitario recoge en esencia transferencias a fondo perdido entre Estados miembros.

Por último, pero no menos importante, la búsqueda de apoyos en el Parlamento Europeo y de consenso en el Consejo tendrá también como ingrediente fundamental el aparente giro de la nueva Comisión en materia medioambiental y agenda climática. Las críticas señalan que a pesar de que la propuesta mantiene un objetivo del 35% de gasto comunitario en estas áreas, se pierde el seguimiento de los compromisos establecidos en el Pacto Verde Europeo, y el contenido de las medidas parece cada vez más subordinado al impulso competitivo, con mayor énfasis en apoyar la descarbonización industrial y menos en la agricultura sostenible y la biodiversidad.

Sin duda, la negociación del próximo presupuesto pondrá nuevamente a prueba el estado de salud del proyecto europeo, del que dependerá nuestra autonomía estratégica para abordar los retos geopolíticos que seguirán llegando del exterior.

David Martínez Turégano

## ¿Funcionan los aranceles como herramienta de recaudación fiscal en EE. UU.?

El uso de aranceles está siendo una pieza central de la política económica de la Administración Trump. Con esta estrategia, la Casa Blanca declara perseguir tres objetivos principales: proteger las industrias nacionales y repatriar la manufactura a suelo estadounidense (incluyendo el fortalecimiento de la independencia económica en sectores estratégicos), corregir el déficit comercial y aumentar la recaudación para financiar parte del creciente déficit fiscal. Sin embargo, estos objetivos son difícilmente reconciliables entre sí. Es difícil frenar las importaciones para defender la producción local y, a la vez, depender de ellas como fuente de ingresos fiscales. De hecho, cuanto más éxito tenga la política comercial en restringir las importaciones, menor será la base de recaudación que pueda esperarse. Esa tensión de base plantea dudas sobre la potencia recaudatoria de los aranceles, y es justamente en ese punto donde centramos el análisis de este artículo.

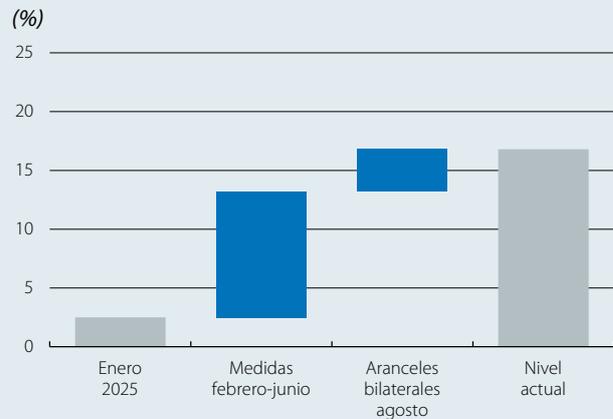
### Arancel efectivo: del 2% al 15%... ¿a qué nivel?

A fecha de agosto de 2025, estimamos que el arancel efectivo medio aplicado por EE. UU. se sitúa en torno al 17%. Esto supone un aumento de 2 p. p. respecto a nuestra estimación de junio<sup>1</sup> y 15 puntos desde principios de año. Este nivel refleja la acumulación de medidas adoptadas entre febrero y junio: el arancel universal del 10%, el 50% sobre acero y aluminio, el 25% sobre automóviles y el 35% a Canadá, el 25% a México<sup>2</sup> y el 45% a China. También incorpora los ajustes derivados de acuerdos bilaterales alcanzados en verano con socios como el Reino Unido (10%), la UE (15%) y Japón (15%), donde los automóviles se gravan según el arancel específico de cada país. También se incluyen los nuevos aranceles más elevados que penalizan a países como Suiza (39%), India (50%) y Brasil (50%). Cabe destacar que algunas negociaciones siguen abiertas: China (plazo hasta el 10 de noviembre), México (plazo hasta finales de octubre), la UE (pendientes, entre otras cosas, de la lista de productos estratégicos sujetos al 0%) y posibles aranceles sectoriales sobre productos electrónicos y farmacéuticos, con lo que el nivel definitivo está todavía por conocerse.

### Recaudación por aranceles: del 0,3% del PIB... ¿al 1%?

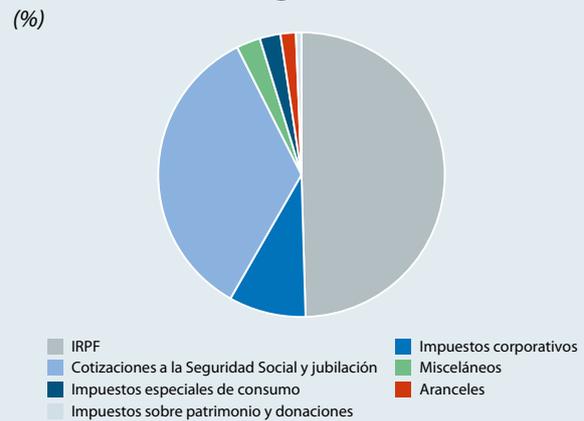
Históricamente, la recaudación del Tesoro estadounidense por aranceles ha sido marginal, pues su objetivo principal no había sido, hasta entonces, ser un instrumento importante de política fiscal o un mecanismo de recaudación. Las principales fuentes de ingresos han sido los impuestos sobre sociedades y el IRPF, que en conjunto han representado cerca del 60% de los ingresos totales, equivalentes a aproximadamente el 10% del PIB. En comparación, los aran-

### EE. UU.: arancel efectivo



**Nota:** Tasas actualizadas en base a acuerdos comerciales y comunicaciones escritas.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de UN COMTRADE.

### EE. UU.: fuentes de ingresos fiscales



**Nota:** Proporciones promedio durante el periodo 2015-2024.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Tesoro de EE. UU.

celes apenas han aportado un 2% de la recaudación total y un 0,3% del PIB.<sup>3</sup>

Sin embargo, este año el patrón ha comenzado a cambiar, especialmente desde abril, tras la entrada en vigor del arancel universal del 10%, junto con otros sectoriales. Solo entre enero y julio, el Tesoro ha recaudado 114.860 millones de dólares en aranceles, lo que equivale a casi un 0,4% del PIB. Es decir, este año ya se ha recaudado más por esta vía (como proporción del PIB) que en el total del año tanto de 2023 como de 2024 (véase el segundo gráfico). Más allá de la primera mitad del año, el resultado final en adelante dependerá tanto del nivel arancelario final como del comportamiento de las importaciones.

En ese sentido, los datos de la primera mitad del año revelan que, tras haber repuntado casi un 20% intertrimestral en el 1T en anticipación a los aranceles, las importaciones de bie-

1. Véase el Focus: [¿Dónde estamos y hacia dónde vamos con los aranceles de EE. UU.?](#) en el IM06/2025.  
2. El arancel a México y Canadá solo se aplica a bienes que no cumplen con las condiciones del USMCA.

3. Si se excluyen los ingresos por cotización a la Seguridad Social, los ingresos por impuestos corporativos e IRPF representan un 89% del total y los aranceles, un 3%.

nes cayeron un 20% intermensual en abril y se estabilizaron entre mayo y junio en torno a los 270.000 millones de dólares, ligeramente por debajo del promedio del año anterior (274.000 millones de dólares). En un escenario en el que suponemos que las importaciones mensuales se estabilizan en torno a esos niveles, y aplicamos un arancel efectivo del 17% (vigente a fecha actual), la recaudación total para el año por esta vía alcanzaría el 1,1% del PIB.

### ¿El 1% es un escenario realista y sostenible a largo plazo?

Para la Casa Blanca es crucial mantener la recaudación vía aranceles en cotas elevadas para poder cubrir parte del aumento proyectado del déficit público en los próximos 10 años a raíz de la nueva ley presupuestaria. Con recaudar el equivalente al 1% del PIB que proyectamos anteriormente, ya evitaría un deterioro significativo de las cuentas actuales. ¿Puede en realidad alcanzarlo?

El éxito de la estrategia no depende únicamente del nivel de los aranceles, sino también de que las importaciones se mantengan estables. Para que eso ocurra, se necesitan al menos dos condiciones: que la elasticidad de las importaciones frente a los precios sea baja y/o que la demanda agregada permanezca dinámica.

Empecemos por la primera. El comportamiento de las importaciones dependerá, en primer lugar, de cómo se transmita el arancel a los precios, es decir, de cómo se reparta el coste entre exportadores, importadores y consumidores finales. Diversos estudios sobre los aranceles aplicados a China en 2018 detectaron que estos se tradujeron en aumentos casi uno a uno en los precios de los bienes importados, lo que sugiere que fueron los importadores y consumidores estadounidenses quienes absorbieron el coste.<sup>4</sup>

Encuestas realizadas por distintas sedes regionales de la Fed muestran que muchas empresas planean trasladar total o parcialmente los aranceles al consumidor. Por ejemplo, una encuesta de la Fed de Atlanta<sup>5</sup> revela que al menos un 55% de las empresas prevé hacerlo, y de ese grupo, la mitad planea traspasar «todo» o «la mayor parte» del coste. Aunque aún es temprano para evaluar el efecto final sobre los precios al consumidor, los datos del IPC de junio y julio mostraron que los precios de ciertos bienes importados ya han comenzado a subir.<sup>6</sup> Si parte del arancel se traslada al consumidor final, entonces la evolución de las importaciones dependerá de la sensibilidad de la demanda a los precios. La elasticidad-precio de las importaciones ha sido estimada por diversos estudios en un rango de entre -1 y -5.<sup>7</sup> Tomando el valor más

4. Véase Amity, M., Redding, S. J. y Weinstein, D. E. (2019). «The impact of the 2018 tariffs on prices and welfare». *Journal of Economic Perspectives*, 33(4), 187-210. Y Cavallo, A., Gopinath, G., Neiman, B. y Tang, J. (2021). «Tariff Pass Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy». *American Economic Review: Insights*, 3(1), 19-34.

5. Banco de la Reserva Federal de Dallas (2025). «Texas Business Outlook Survey: Special Questions». Abril.

6. Véase la [Nota Breve de la inflación de EE. UU.](#) en junio en CaixaBank Research.

7. Véase Feenstra, R. C., Luck, P., Obstfeld, M. y Russ, K. N. (2018). «In Search of the Armington Elasticity». *The Review of Economics and Statistics*, 100(1), 135-150.

### EE. UU.: recaudación acumulada por aranceles (% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Tesoro de EE. UU. y el Bureau of Economic Analysis.

conservador (-1),<sup>8</sup> puede asumirse que un aumento del 1% en el precio de un bien importado reduce su demanda en un 1%.

Un canal que podría amortiguar parcialmente este efecto es el tipo de cambio. Un dólar fuerte ayudaría a contrarrestar el encarecimiento de los bienes importados. Sin embargo, en lo que va de año, el dólar se ha depreciado un 10% frente a sus principales pares, posiblemente debilitado por una creciente expectativa de desaceleración económica en EE. UU.

Este último punto nos lleva a la segunda condición para que la política arancelaria funcione como mecanismo sostenido de recaudación: que la demanda agregada no se debilite. Nuestras previsiones apuntan a una moderación del crecimiento del PIB, que pasaría del 2,8% en 2024 al 1,3% en 2025 y 2026 (el consenso de analistas lo sitúa en torno al 1,5%). Este enfriamiento se explicaría tanto por los efectos directos de los aranceles –a través de los mecanismos descritos– como por el aumento de la incertidumbre, que afectará negativamente las decisiones de consumo e inversión. Además, un esperado enfriamiento de la economía global lastimará la demanda externa de las exportaciones de EE. UU. Y en un entorno de menor dinamismo, las importaciones inevitablemente se verán afectadas.

Hasta ahora, no se ha materializado una caída drástica en las importaciones, pero eso se debe a que todavía persiste un efecto anticipación. Además, recordemos que algunos bienes, como los farmacéuticos y los semiconductores, han quedado exentos de aranceles hasta ahora, lo que mantiene el incentivo para acumular existencias. Por ejemplo, según los datos del U.S. Census Bureau, las importaciones de productos farmacéuticos han aumentado en lo que va de año un 15%, mientras que las de muebles o ropa han caído un 15% y un 10%, respectivamente.

En definitiva, el aumento en la recaudación por aranceles ha sido significativo y alcanzar el 1% del PIB supone llegar a una cifra material, pero parece difícil hacerlo de manera sostenida en el tiempo.

Isabela Lara White

8. Jeanne, O. y Son, J. (2020). «To What Extent Are Tariffs Offset by Exchange Rates?» Working Paper n.º 27654, National Bureau of Economic Research.

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

## ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,9	2,8	2,7	2,5	2,0	2,1	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,2	3,4	3,6	4,1	4,8	4,8	4,6	4,4	...
Confianza del consumidor (valor)	105,4	104,5	102,2	110,6	99,8	93,1	95,2	98,7	97,4
Producción industrial	0,2	–0,3	–0,4	–0,3	1,2	1,0	0,8	1,4	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	47,3	48,2	50,1	48,7	49,0	48,0	48,7
Viviendas iniciadas (miles)	1.421	1.371	1.338	1.387	1.401	1.346	1.358	1.428	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	312	330	332	336	340	338	337	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,1	4,2	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,3	60,1	60,0	59,9	60,0	59,8	59,7	59,6	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,0	–2,8	–2,9	–3,0	–3,5	–3,6	–3,6	...	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	4,1	3,0	2,6	2,7	2,7	2,4	2,7	2,7	...
Inflación núcleo	4,8	3,4	3,2	3,3	3,1	2,8	2,9	3,1	...

## JAPÓN

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
<b>Actividad</b>									
PIB real	1,2	0,1	0,8	1,2	1,8	1,2	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	35,1	37,2	36,9	36,1	34,7	32,8	34,5	33,7	34,9
Producción industrial	–1,4	–3,0	–1,8	–2,5	2,5	0,8	2,6	–0,9	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	13,0	14,0	12,0	13,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,3	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,1	–1,0	–0,9	–0,7	–0,6	–0,6	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	3,3	2,7	2,8	2,9	3,8	3,4	3,2	3,0	...
Inflación subyacente	3,9	2,4	2,0	2,3	2,7	3,2	3,5	3,4	...

## CHINA

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
<b>Actividad</b>									
PIB real	5,4	5,0	4,6	5,4	5,4	5,2	–	–	–
Ventas al por menor	7,8	3,3	2,7	3,8	3,6	4,4	4,8	3,7	...
Producción industrial	4,6	5,6	5,0	5,6	6,8	6,2	6,8	5,7	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	49,8	49,4	50,2	49,9	49,4	49,7	49,3	49,4
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1,2</sup>	865	997	898	997	1.086	1.146	1.146	1.159	...
Exportaciones	–5,1	4,6	5,4	10,0	5,7	6,0	5,6	7,1	...
Importaciones	–5,5	1,0	2,1	–1,8	–6,9	–0,9	1,1	4,1	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	0,2	0,2	0,5	0,2	–0,1	0,0	0,1	0,0	...
Tipo de interés de referencia <sup>3</sup>	3,5	3,1	3,4	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2

Notas: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard &amp; Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.

## EUROZONA

## Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Ventas al por menor (variación interanual)	-1,9	1,2	2,1	2,2	2,0	2,7	3,5	2,2	...
Producción industrial (variación interanual)	-1,6	-3,0	-1,7	-1,5	1,4	1,2	0,2	...	...
Confianza del consumidor	-17,4	-14,0	-13,0	-13,4	-14,1	-15,7	-15,3	-14,7	-15,5
Sentimiento económico	96,2	95,7	96,0	95,1	95,5	94,3	94,1	95,7	95,2
PMI manufacturas	45,0	45,9	45,5	45,4	47,6	49,3	49,5	49,8	50,7
PMI servicios	51,2	51,5	52,1	50,9	51,0	50,1	50,5	51,0	50,5
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,4	1,2	1,0	0,7	0,7	0,7	-	-	-
<b>Tasa de paro (% pobl. activa)</b>	6,6	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	...
Alemania (% pobl. activa)	3,1	3,4	3,4	3,4	3,6	3,7	3,7	3,7	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,4	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	...
Italia (% pobl. activa)	7,7	6,6	6,3	6,2	6,3	6,3	6,2	6,0	...
<b>PIB real (variación interanual)</b>	0,7	0,9	1,0	1,3	1,5	1,4	-	-	-
Alemania (variación interanual)	-0,7	-0,5	-0,6	-0,2	0,2	0,2	-	-	-
Francia (variación interanual)	1,6	1,1	1,1	0,6	0,6	0,8	-	-	-
Italia (variación interanual)	0,8	0,5	0,5	0,6	0,7	0,4	-	-	-

## Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
General	5,5	2,4	2,2	2,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,1
Núcleo	5,0	2,8	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3	2,3

## Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
<b>Saldo corriente</b>	2,0	3,3	3,4	3,3	3,0	3,6	3,6	...	...
Alemania	5,5	5,6	6,3	5,6	5,4	6,7	6,7	...	...
Francia	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,8	-0,8	...	...
Italia	0,1	1,1	0,9	1,1	1,1	1,6	1,6	...	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,7	95,0	95,5	94,2	93,5	96,8	97,3	98,4	98,4

## Crédito y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>2</sup>	2,7	0,8	1,0	1,4	2,2	2,6	2,7	2,8	...
Crédito a hogares <sup>2,3</sup>	1,7	0,5	0,5	0,9	1,5	2,1	2,2	2,4	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>4</sup> (%)	4,6	4,9	4,9	4,4	3,9	3,4	3,3	3,3	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>5</sup> (%)	4,4	4,6	4,7	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	-8,5	-3,9	-2,5	1,2	3,6	5,3	5,1	5,6	...
Otros depósitos a corto plazo	21,1	12,3	10,5	6,0	2,3	-0,1	-1,0	-0,8	...
Instrumentos negociables	20,3	20,3	22,1	18,6	15,7	11,0	10,4	6,4	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,7	3,0	3,0	2,6	2,2	1,9	1,8	1,7	...

**Notas:** 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.

## Continúa el dulce momento para la economía española

El 2T 2025 empezó con todas las papeletas para una desaceleración del crecimiento de la economía española. A principios de abril, y después de meses de amenazas, la Administración Trump anunció los aranceles bilaterales y catapultó los principales indicadores de incertidumbre a máximos históricos. Semanas después, un apagón dejó la península ibérica sin electricidad durante un día. Todo esto, además, ocurrió en un entorno en el que la economía de la eurozona volvía a dar señales de enfriamiento.

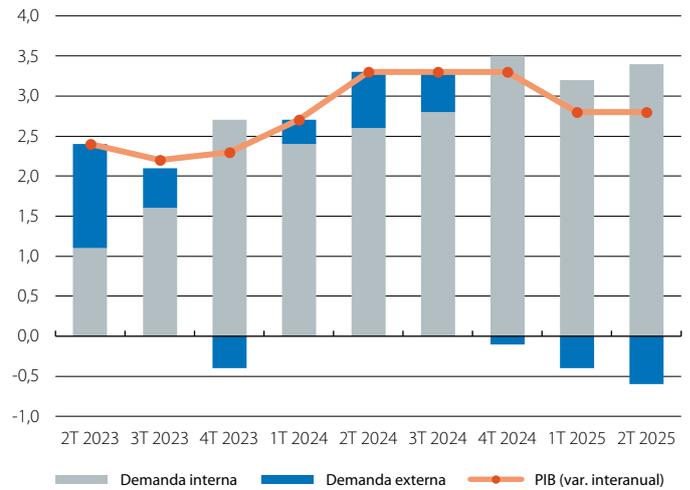
**La economía española vuelve a sorprender en el 2T 2025.** A pesar de este contexto poco favorable, la economía española no solo mantuvo su dinamismo, sino que se aceleró respecto al trimestre anterior. En el 2T, el PIB creció un 0,7% intertrimestral, 1 décima más que en el 1T. El desglose del dato, además, destaca por la solidez de la demanda interna, que aportó 0,9 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB. El consumo privado fue uno de los principales motores de la demanda interna, al crecer un 0,8% intertrimestral, una aceleración respecto al 0,5% del 1T. A su vez, la inversión creció un 1,6% intertrimestral, encadenando así su tercer trimestre consecutivo con un crecimiento superior al del PIB. Las exportaciones también avanzaron a un buen ritmo, un 1,1% intertrimestral, a pesar de la incertidumbre comercial y de la debilidad de nuestros principales socios comerciales. Sin embargo, el avance de la demanda interna, y especialmente de la inversión, impulsó las importaciones, que crecieron un 1,7% intertrimestral, lo que resultó en una contribución negativa de la demanda externa.

**Señales positivas en los principales indicadores de actividad del 3T.** Los primeros indicadores del 3T muestran señales dispares entre la oferta y la demanda. Por un lado, los indicadores de confianza empresarial apuntan a un buen ritmo de crecimiento para el 3T. En agosto, el PMI del sector manufacturero rebotó hasta los 54,3 puntos, el mejor dato desde octubre del año pasado, y ya lejos de la zona de contracción marcada por los 50 puntos en la que se situó entre febrero y abril. Asimismo, el PMI del sector servicios también se mantuvo en la zona de expansión con 53,2 puntos, un registro ligeramente inferior al de julio.

Por otro lado, el [monitor de consumo de CaixaBank](#) apunta a una moderación del consumo, tras el buen comportamiento del 2T. En lo que llevamos de 3T, el consumo doméstico ha crecido un 2,8% interanual, 1,5 p. p. menos que en el 2T. No obstante, al corregir por efectos estacionales y de calendario, el monitor apunta a un ritmo de crecimiento del consumo privado similar al del 2T.

**El mercado laboral resiste pese a la estacionalidad adversa del fin del verano.** Después de un 2T de récord, el mercado laboral español continúa mostrando señales de fortaleza, consolidándose como uno de los pilares del crecimiento económico en los últimos años. En agosto, el número de afiliados a la Seguridad Social cayó un 0,9% intermensual, algo habitual en un mes marcado por el fin de los contratos estivales y el parón temporal de algunas actividades económicas. Esta caída es similar tanto a la registrada en agosto del año pasado como al promedio de los meses

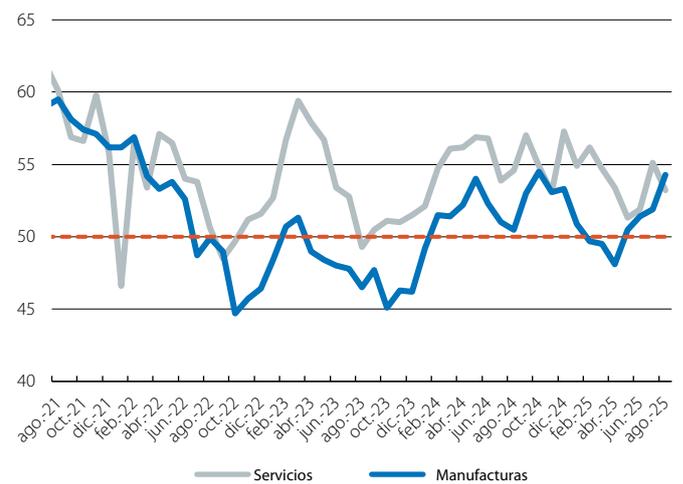
**España: contribución al crecimiento del PIB**  
P. p. y variación interanual (%)



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

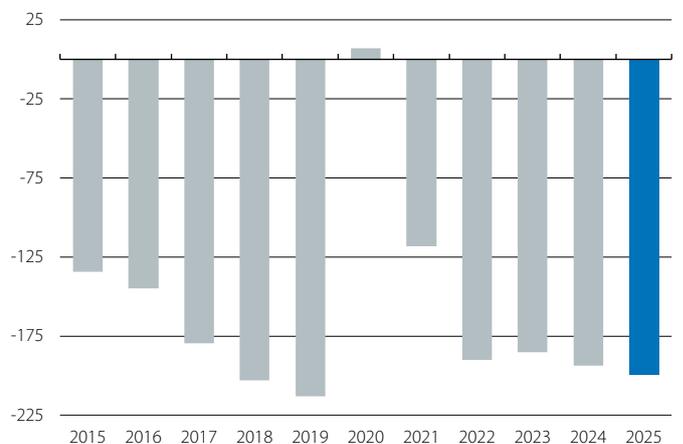
### España: PMI

Nivel



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

### España: variación mensual de afiliados en agosto (Miles)



Nota: Datos sin desestacionalizar.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Trabajo y Economía Social.

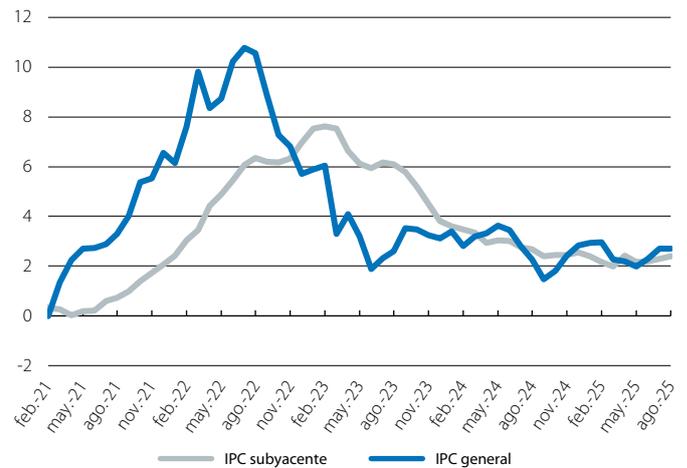
de agosto entre 2014 y 2019. En términos interanuales, la afiliación ha avanzado a un ritmo del 2,3%. Por sectores, destaca la pujanza del empleo en la construcción, cuya tasa interanual se acelera 4 décimas hasta el 3,5%, mientras que en la industria y los servicios se estabiliza.

**Los precios de la electricidad y de los alimentos dan un respiro a la inflación.** En agosto, la inflación general se mantuvo en el 2,7%, según el indicador adelantado del IPC publicado por el INE. Esta estabilización responde a dos efectos contrapuestos: la presión al alza ejercida por los carburantes, que se habría visto compensada por la contribución a la baja de la electricidad y los alimentos. Por su parte, la inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados) aumentó 1 décima hasta el 2,4%. Así, tras dos meses de subidas, la inflación general se sitúa 7 décimas por encima del dato de mayo, mes en el cual comenzó el actual repunte de precios. Este repunte se ha debido al aumento de los precios de los alimentos frescos y, en menor medida, al de la electricidad. Actualmente, los mercados de futuros apuntan a una estabilidad en el precio de la energía en lo que queda de año. Asimismo, el descenso en el precio de los alimentos de este mes avanzado por el INE podría indicar un freno en su tendencia alcista. De mantenerse las dinámicas actuales, la inflación podría tocar techo en septiembre.

**El mercado residencial cerró el mejor primer semestre desde 2007.** En un contexto marcado por la recuperación del poder adquisitivo y los tipos de interés más bajos, la demanda de vivienda sigue mostrando una notable fortaleza. En junio, las compraventas crecieron un 17,9% interanual, manteniendo el dinamismo observado en meses anteriores. El balance acumulado del año refuerza esta tendencia: entre enero y junio, se registran unas 358.000 operaciones, lo que supone un incremento del 19,7% respecto al mismo periodo del año anterior y marca la mejor primera mitad de año desde 2007. La combinación de una demanda dinámica y una oferta que, aunque reactivada, crece a un ritmo más moderado, mantiene el tensionamiento de los precios. En el 2T 2025, el índice de precios de vivienda repetidas del Colegio de Registradores aumentó un 14,8% desde el 14,2% anterior, la tasa más alta desde 2006.

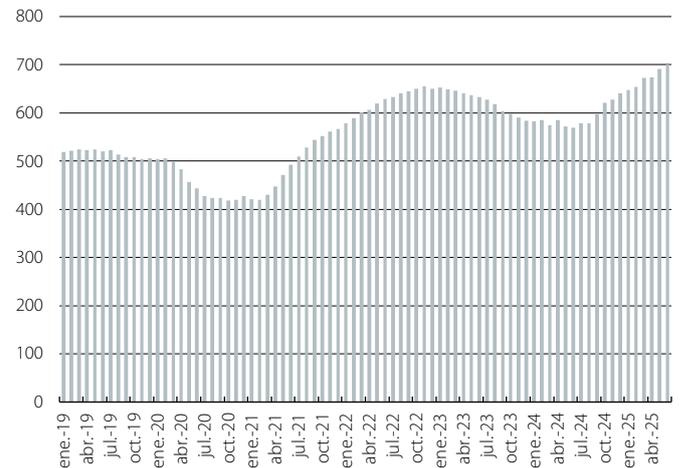
**El déficit comercial aumenta con fuerza en la primera mitad del año.** A diferencia del sector inmobiliario, el contexto actual no favorece el sector exterior. El tirón de la demanda interna impulsa el crecimiento de las importaciones. A ello se suma la incertidumbre comercial y la debilidad de la eurozona, que afectan negativamente a las exportaciones. En el primer semestre, las exportaciones de bienes han crecido un 1,0% interanual, pero el avance de las importaciones del 5,4% ha llevado a un déficit de 25.113 millones de euros en el 1S 2025, un registro que supera ampliamente al del mismo periodo del año pasado (-15.822 millones). Por componentes, el deterioro destaca no solo por el aumento del déficit energético, habitual en la balanza comercial española, sino por el fuerte empeoramiento de la balanza de bienes no energéticos, que anota un déficit de 8.776 millones, frente a apenas 138 millones en 2024. La ampliación del déficit no energético se explica por el mayor dinamismo de las importaciones, que han crecido un 7,4% interanual, un ritmo de avance muy superior al 2,6% de las exportaciones.

**España: inflación**  
Variación interanual (%)



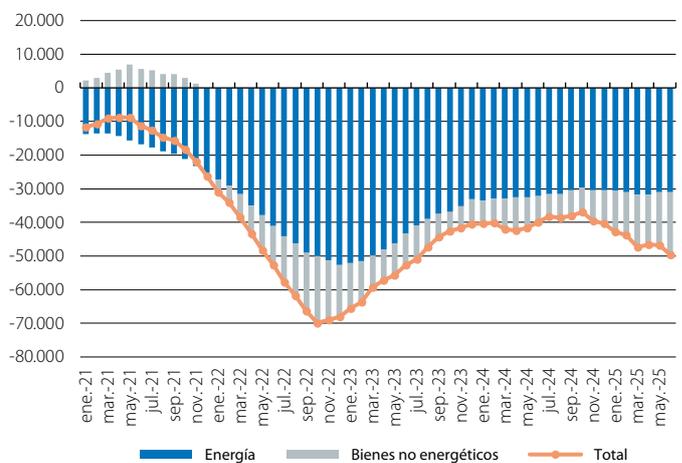
*Nota:* El dato de agosto de 2025 es provisional.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: compraventas de vivienda**  
(Miles)\*



*Nota:* \* Acumulado de 12 meses.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: saldo comercial de bienes**  
(Millones de euros)\*



*Nota:* \* Acumulado de 12 meses.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

## Las causas de la salida del empleo

Como ya comentamos en un Focus anterior,<sup>1</sup> la estabilidad del empleo en España ha mejorado en los últimos años, lo que se refleja en la intensa corrección de la tasa de temporalidad y en los menores flujos de entrada y salida del mercado laboral. Aunque la rotación ha aumentado en todos los tipos de contrato, la tasa de rotación agregada (suma de altas y bajas de la Seguridad Social como porcentaje del volumen total de afiliados inscritos en el Régimen General) se ha reducido, ya que ha dominado un efecto composición al ganar peso los contratos indefinidos, que se caracterizan por su menor rotación. En este artículo entramos más en detalle en uno de los determinantes de la rotación, a saber, las salidas del mercado laboral y analizamos los cambios que han experimentado los flujos de salida del mercado laboral, afectados, en gran medida, por la entrada en vigor de la última reforma laboral, aprobada en diciembre de 2021.

Son varios los factores que influyen en las salidas de los trabajadores del empleo. Entre otros, destacan: (i) la transformación digital, que provoca cambios en la demanda de ciertas profesiones y habilidades; (ii) la temporalidad y la externalización de servicios, que contribuyen a la inestabilidad del empleo; (iii) las crisis, recesiones o eventos inesperados como la pandemia, que conducen a destrucciones de empleo, y (iv) el envejecimiento de la población, dado que la evidencia empírica demuestra que la movilidad laboral se reduce a medida que aumenta la edad de los trabajadores.<sup>2</sup>

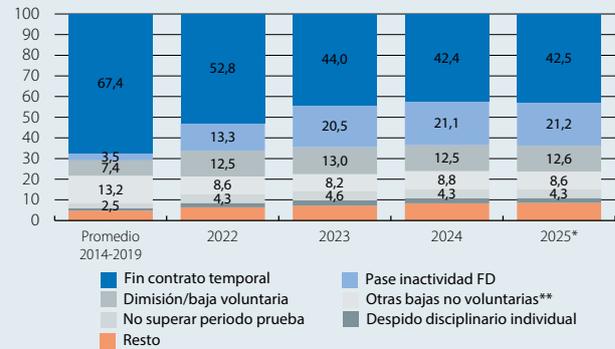
A la vista de los datos proporcionados por la Tesorería General de la Seguridad Social, la principal causa de baja de los afiliados (véase el primer gráfico) sigue siendo la finalización de un contrato temporal, si bien este tipo de extinciones de empleo se han reducido de forma considerable, en línea con el menor número de contratos temporales que se firman, a raíz de la reforma laboral. En este sentido, si en 2014-2019 dos de cada tres bajas (casi 686.000 en promedio anual) se producían por este motivo, en 2025 (con datos anualizados hasta abril) esa cifra se ha reducido más de un 30% hasta situarse por debajo de las 477.000, el 42,5% del total.

Por el contrario, han aumentado las bajas por pase a la inactividad de los trabajadores con contrato fijo discontinuo,<sup>3</sup> una modalidad contractual que ha ganado protagonismo con la reforma laboral. Así, estas bajas han

1. Véase el Focus «La estabilidad del empleo mejora en España», en el IM02/2025.  
 2. Véase Banco de España (2024). «El impacto del envejecimiento poblacional en los flujos de entrada y salida en el mercado de trabajo español», Boletín Económico, 2024/T3.  
 3. En estos periodos de inactividad el trabajador no cobra ni cotiza, pero su contrato sigue vigente.

### España: bajas de afiliados a la Seguridad Social por causas

(% sobre el total)

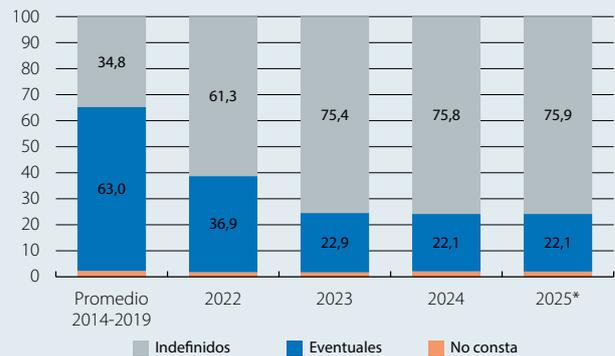


**Notas:** Afiliados medios mensuales al Régimen General que causan baja. \* Acumulado de 12 meses hasta abril. \*\* Fin de contrato en situación de IT, cierre legal de la empresa, despido por muerte o jubilación del empresario, etc.

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

### España: bajas voluntarias de afiliados a la Seguridad Social por tipo de contrato

(% sobre el total)



**Notas:** Afiliados medios mensuales al Régimen General. \* Acumulado de 12 meses hasta abril. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

pasado de menos de 36.000 en el promedio anual de 2014-2019, apenas el 3,5% del total, a superar las 237.000 en el acumulado de los últimos 12 meses hasta abril, el 21,2%, convirtiéndose en la segunda causa de baja.

No obstante, lo que más llama la atención es el fuerte aumento de las bajas por otras dos causas: las bajas voluntarias y las de no haber superado el periodo de prueba. Las bajas voluntarias o dimisiones casi se han duplicado en el periodo analizado hasta superar las 141.000, el 12,6% del total, 5 puntos más que antes de la pandemia, si bien no llegan al nivel de EE. UU., donde son la primera causa de extinción del empleo. Esto podría estar relacionado con la recuperación de la actividad y, por tanto, de la creación de empleo: los trabajadores tienen más incentivos para dejar sus puestos de trabajo si las posibilidades de encontrar mejores condiciones laborales son altas. Dentro de este tipo de bajas, se observa un cambio importante en su composición (véase el segundo gráfico): antes de la

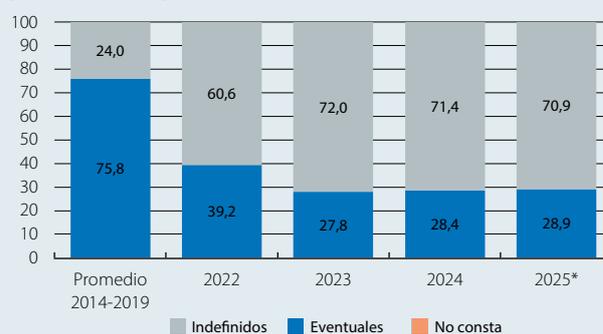
pandemia la mayor parte de los trabajadores que dimitían (el 63,0% en promedio de 2014-2019) eran temporales (normalmente con empleos más precarios); en cambio, en 2025 (datos anualizados hasta abril) tres de cada cuatro son indefinidos. Seguramente este aumento se ha concentrado en indefinidos con poca antigüedad, aunque, en general, un empleado indefinido estará ahora más dispuesto que antes a perder su antigüedad porque le será más fácil encontrar otro empleo con contrato indefinido: el 41,2% de todos los contratos firmados desde enero de 2022 son indefinidos, en contraste con el 9,0% de 2014-2019.

Aunque los datos de la Seguridad Social no desglosan estas bajas por sectores de actividad ni categoría profesional, es lógico pensar que los indefinidos que causan baja de forma voluntaria se concentren en aquellas actividades donde las tasas de temporalidad eran más elevadas antes de la reforma, como la construcción o la hostelería, y entre los trabajadores con menor antigüedad acumulada, ya que en estos casos la pérdida por dejar el trabajo es menor: según datos de la EPA, en el 1T 2025 más del 70% de los asalariados con contrato indefinido llevan trabajando en el empleo actual más de tres años; es decir, desde antes de la reforma.

Por último, otras bajas que han experimentado un fuerte repunte en los últimos años son las que se producen por no superar el periodo de prueba;<sup>4</sup> si bien siguen siendo minoritarias (solo representan el 4,3% del total), prácticamente se han duplicado desde el periodo prepandemia

### España: bajas de afiliados a la Seguridad Social por no superar el periodo de prueba por tipo de contrato

(% sobre el total)



**Notas:** Afiliados medios mensuales al Régimen General. \* Acumulado de 12 meses hasta abril.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

hasta rozar las 48.000. En este tipo de bajas también se observa ahora un mayor protagonismo de los contratos indefinidos (véase el tercer gráfico): en 2025 (datos acumulados de 12 meses hasta abril), casi el 71,0% afectó a estos trabajadores, frente al 24,0% del promedio de 2014-2019. Aunque esta situación puede haber levantado suspicacias de que las empresas podrían estar utilizando el periodo de prueba para cubrir puestos de corta duración con trabajadores indefinidos, lo más probable es que la explicación esté en que los contratos indefinidos ahora están tirando del empleo con más intensidad de lo que lo hacían en otras fases cíclicas similares.

Sergio Díaz Valverde

4. El periodo de prueba se tiene que pactar expresamente en el contrato de trabajo y no podrá superar la duración máxima indicada en el Estatuto de los Trabajadores (artículo 14) o en el convenio colectivo vigente. En caso de que el convenio no lo establezca, el periodo de prueba máximo será: para contratos temporales un mes; para contratos indefinidos seis meses para técnicos titulados y dos meses para el resto de los trabajadores, con la posibilidad de que sea de tres meses en empresas de menos de 25 trabajadores.

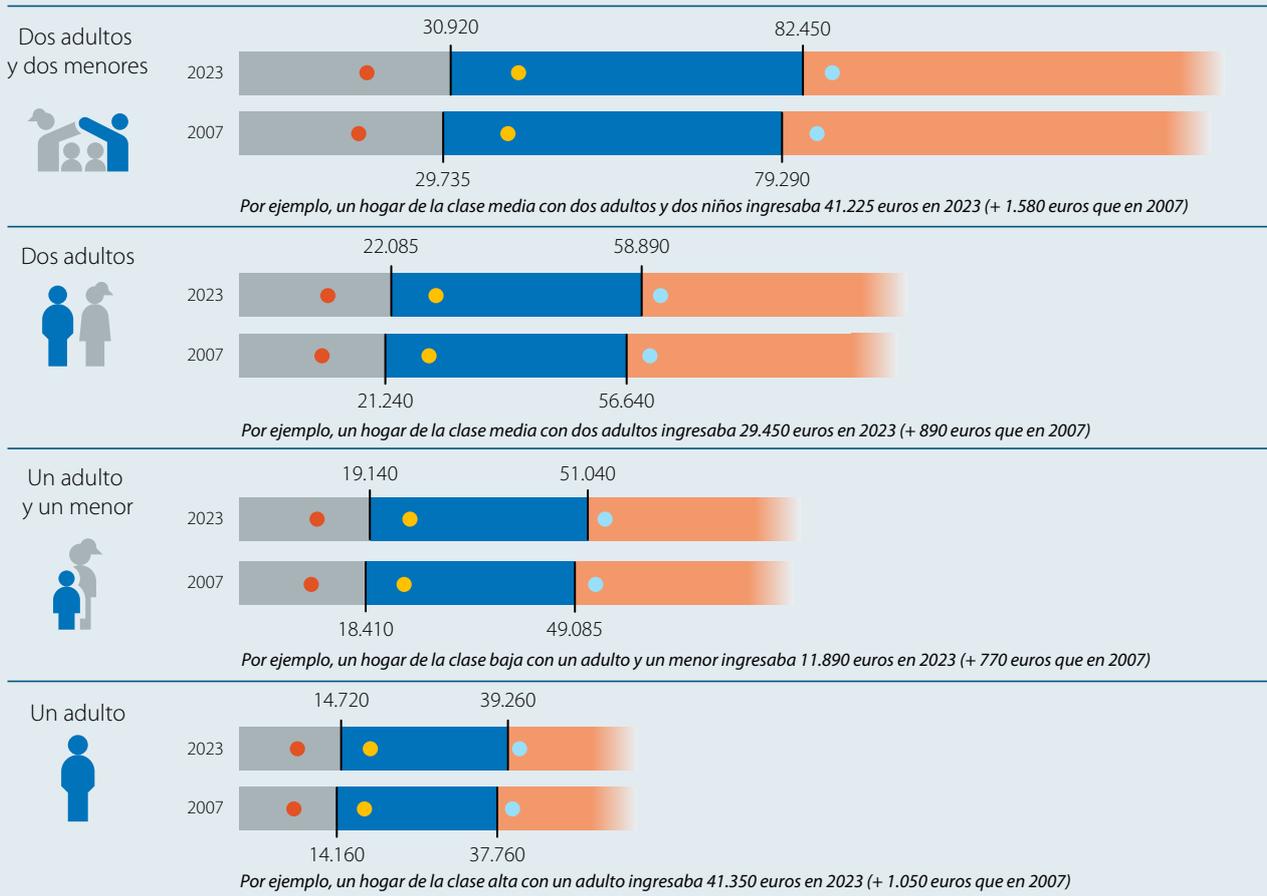
## La clase media española en cifras: mayores ingresos, menor sensación de progreso

La clase media continúa ganando peso en el conjunto de la población española según las últimas cifras disponibles de la Encuesta de condiciones de vida (ECV) del INE. En 2023, el 61,5% de los hogares pertenecían a la clase media (+0,4 p. p. que en 2022), el 8,1% a la clase alta (-0,7 p. p.) y el 30,4% a la baja (+0,3 p. p.). Ese mismo año, los ingresos aumentaron para todas las clases económicas y, en particular, para las clases media y baja: los ingresos de un hogar de clase media aumentaron un 3,7% en términos reales, los de uno de clase baja, un 3,3% y los de uno de clase alta, un 1,3%. Este resultado contrasta con la habitual percepción de que la clase media está retrocediendo, así que este artículo pretende ofrecer una guía práctica

para interpretar los resultados: ¿qué entendemos por clase media? ¿cuántos euros ingresan los hogares que pertenecen a ella? ¿qué diferencias observamos según la estructura familiar?

Para analizar la clase media en España, empleamos los datos de la ECV, que recoge información económica y social de los hogares y sus miembros, y utilizamos la definición de la OCDE, que considera de clase media a los hogares cuyos ingresos se sitúan entre el 75% y el 200% de la mediana de ingresos de la población.<sup>1</sup> Para poder comparar hogares de distinto tamaño y composición, ajustamos los ingresos aplicando la escala de equivalencia de la OCDE, lo que permite calcular los ingresos por uni-

### Ingresos de los hogares españoles por clase y composición del hogar (Euros anuales)



■ Clase baja      ● Ingresos medianos clase baja  
■ Clase media      ● Ingresos medianos clase media  
■ Clase alta      ● Ingresos medianos clase alta

**Nota:** Ingresos netos del hogar en términos reales. Clase baja se define como los hogares con unos ingresos inferiores al 75% de la mediana, clase media como aquellos hogares con ingresos entre el 75% y el 200% de la mediana, y clase alta como el resto.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la ECV (INE).

1. Véase el artículo «¿Cómo ha evolucionado la clase media en España?» en el IM12/2024 para más detalle.

dad de consumo. Esta escala asigna un valor de 1 al primer adulto (mayor de 14 años), 0,5 a los adultos adicionales y 0,3 a los menores de 14 años. Por ejemplo, un hogar con dos adultos y dos menores equivale a 2,1 unidades de consumo, mientras que uno con un adulto y un menor equivale a 1,3 unidades. A partir de los ingresos ajustados por unidad de consumo, se establecen los umbrales de cada clase (los hogares con ingresos inferiores al 75% de la mediana se consideran de clase baja, y los que superan el 200%, de clase alta) y se pueden comparar hogares con distinta composición.

La infografía adjunta nos permite identificar a qué clase económica pertenece cada tipo de hogar según sus ingresos y composición.<sup>2</sup> Por ejemplo, según los umbrales establecidos, un hogar formado por dos adultos y dos menores se clasificaría como clase media si sus ingresos se sitúan entre 30.920 euros y 82.450 euros en 2023. En promedio, ese hogar ingresó 41.225 euros, lo que supone 1.480 euros más que en 2022 y 1.700 más que en 2019, pero solo 1.579 euros más que en 2007. Este resultado

muestra cómo las mejoras de ingresos en términos reales se concentran en estos últimos años, puesto que entre 2014 y 2019 solo se recuperó la brusca caída de ingresos que tuvo lugar a raíz de la crisis financiera entre 2008 y 2013.<sup>3</sup> Así, el progreso acumulado en un periodo de más de 15 años es limitado, al estar afectado por múltiples crisis (financiera, pandemia, inflación), y explica por qué la sensación generalizada no es de mejora de los ingresos. Por ejemplo, la mejora anual promedio en términos reales entre 2007 y 2023 para un hogar de dos adultos y dos niños no alcanza los 100 euros al año, lo que supone un avance muy reducido del nivel de vida. Por el lado positivo, todos los hogares mejoraron su situación en 2023, lo cual constata que la clase media está recuperando capacidad económica tras años marcados por múltiples crisis. Si esta evolución se consolida, algo que los datos sugieren que sucedió en 2024, podríamos estar ante una etapa de un mayor progreso que los hogares españoles, esta vez, sí podrían notar.

*Josep Mestres i Domènech i Anna Bahí*

2. Ingresos netos del hogar en términos reales (euros de 2018).

3. Los ingresos de un hogar con dos adultos y dos menores disminuyeron en 5.557,1 euros entre 2007 y 2013, y recuperaron 5.284,7 euros entre 2013 y 2019.

**Indicadores de actividad y empleo**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-1,6	0,4	-0,3	1,3	-0,7	1,6	2,3	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,5	-4,9	-3,0	-5,9	-5,4	-5,2	-6,2	-4,5	-5,8
PMI de manufacturas (valor)	48,0	52,2	51,5	53,6	50,0	50,0	51,4	51,9	54,3
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	0,5	16,7	10,2	16,7	20,1	...	...	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-10,2	9,9	-1,2	9,9	17,1	23,1	23,1	11,2	2,5
Precio de la vivienda	4,0	8,4	8,2	11,3	12,2	...	...	...	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	12,3	10,1	8,1	6,3	6,3	5,6	...
PMI de servicios (valor)	53,6	55,3	55,2	55,1	55,3	52,2	51,9	55,1	53,2
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista <sup>1</sup>	2,5	1,8	2,6	2,9	3,4	5,1	6,2	4,7	...
Matriculaciones de automóviles	16,7	7,2	1,7	14,4	14,0	13,7	15,2	17,1	17,2
Indicador de sentimiento económico (valor)	100,5	103,0	105,5	101,5	103,3	103,1	102,1	104,3	101,7
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada <sup>2</sup>	3,1	2,2	1,8	2,2	2,4	2,7	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	12,2	11,3	11,2	10,6	11,4	10,3	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social <sup>3</sup>	2,7	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,2	2,3	2,3
<b>PIB</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	...	...	...

**Precios**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
General	3,5	2,8	2,2	2,4	2,7	2,2	2,3	2,7	2,7
Subyacente	6,0	2,9	2,6	2,5	2,2	2,3	2,2	2,3	2,4

**Sector exterior**

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	-1,8	0,2	3,3	2,0	2,0	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	-3,1	0,1	4,2	4,1	4,1	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>39,8</b>	<b>48,7</b>	<b>48,3</b>	<b>48,7</b>	<b>44,3</b>	<b>44,3</b>	<b>44,3</b>	...	...
Bienes y servicios	58,8	68,8	68,3	68,8	64,4	64,4	64,4	...	...
Rentas primarias y secundarias	-19,1	-20,0	-20,0	-20,0	-20,1	-20,2	-20,2	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>56,0</b>	<b>67,1</b>	<b>65,7</b>	<b>67,1</b>	<b>63,5</b>	<b>63,3</b>	<b>63,3</b>	...	...

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros<sup>4</sup>**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
<b>Depósitos</b>									
Depósitos de hogares y empresas	0,3	5,1	4,3	5,1	4,6	3,9	3,9	4,8	...
A la vista y preaviso	-7,4	2,0	-1,6	2,0	3,1	5,0	5,0	6,5	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	100,5	23,5	47,5	23,5	12,6	-1,5	-1,5	-3,6	...
Depósitos de AA. PP. <sup>5</sup>	0,5	23,1	14,8	23,1	24,4	25,5	25,5	15,7	...
<b>TOTAL</b>	<b>0,3</b>	<b>6,3</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Sector privado	-3,4	0,7	-0,3	0,7	1,7	2,6	2,6	2,6	...
Empresas no financieras	-4,7	0,4	-0,6	0,4	1,6	2,5	2,5	2,2	...
Hogares - viviendas	-3,2	0,3	-0,7	0,3	1,4	2,3	2,3	2,4	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	2,3	1,2	2,3	3,1	3,5	3,5	3,9	...
Administraciones públicas	-3,5	-2,6	-5,4	-2,6	-0,3	5,3	5,3	12,7	...
<b>TOTAL</b>	<b>-3,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	...	...

**Notas:** 1. Dato deflactado, excluye estaciones de servicio. 2. EPA. 3. Datos medios mensuales. 4. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 5. Depósitos públicos, excluidas las cesiones temporales (repo). 6. Dato fin de periodo.

**Fuentes:** CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, MITMA, MISSM, INE, S&P Global PMI, Comisión Europea, Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y Banco de España.

## Portugal mantiene el pulso económico gracias al empleo y la inversión

La economía portuguesa está mostrando una notable resiliencia en 2025, impulsada, principalmente, por el dinamismo del mercado laboral y el fortalecimiento de la inversión. En el 2T, el PIB creció un 0,6% respecto al trimestre anterior, compensando la caída del 0,4% registrada en el 1T y recuperando tasas de crecimiento trimestrales en línea con el promedio observado en los últimos años.

La demanda interna fue el principal motor del crecimiento y aportó 0,8 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB, con especial protagonismo de la inversión, que aumentó un 2,1% intertrimestral. En contraste, la demanda externa restó 0,2 p. p., debido a un avance de las importaciones (0,7% intertrimestral) superior al de las exportaciones (0,2% intertrimestral).

Se espera que el 3T sea robusto, impulsado por el consumo privado y favorecido por la reducción de los tipos impositivos sobre la renta, pagos retroactivos y transferencias extraordinarias a pensionistas. Estas medidas representan un incremento de 900 millones de euros en la renta de los hogares, equivalente al 0,3% del PIB nominal. No obstante, en el 4T podría observarse una corrección, similar a la registrada entre el 4T 2024 y el 1T 2025, cuando se normalice el ingreso familiar.

La inflación volvió a repuntar en agosto y se situó en el 2,8%, 2 décimas por encima del mes anterior. La inflación subyacente se mantuvo estable en el 2,5%, pero los alimentos sin elaborar repuntaron 9 décimas, hasta el 7,0%, debido al encarecimiento de productos como el café y la carne bovina, y por aumentos salariales en el sector agrícola. Además, la persistente inflación en los servicios, por encima del 4%, contribuye a la rigidez de la subyacente.

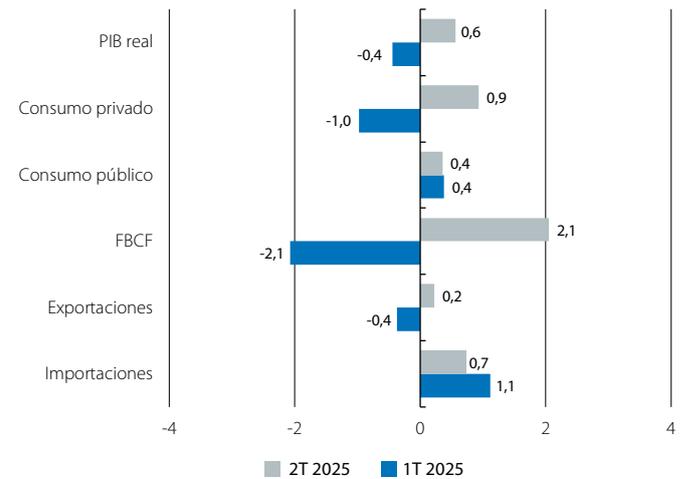
El mercado laboral continúa sorprendiendo positivamente. En el 2T, el empleo alcanzó un nuevo máximo desde 2011, con un crecimiento interanual del 2,9%, la tasa más elevada en un 2T desde 2017 (sin el periodo de la pandemia). La industria manufacturera, consultoría, actividades científicas y técnicas, así como el alojamiento y la restauración, fueron responsables de más del 65% del aumento. La tasa de paro descendió hasta el 5,9%, la más baja desde que se tiene registro (exceptuando la pandemia).

Los precios de la vivienda siguen al alza. El índice de precios residenciales cerró el primer semestre con una subida interanual del 14,9%, mientras que la valoración bancaria alcanzó los 1.945 euros/m<sup>2</sup> en julio, un 18,7% más que el año anterior. Las transacciones se mantienen elevadas, aunque se anticipa una estabilización de las ventas y un comportamiento más contenido de los precios.

La balanza corriente acumula hasta junio un superávit de 577 millones de euros, aunque con una fuerte caída del 80% respecto al mismo periodo de 2024, debido al deterioro del saldo de bienes. No obstante, el aumento del superávit de la balanza de servicios (+5,8%), especialmente del turismo, compensa parcialmente el empeoramiento del saldo de la balanza de bienes.

### Portugal: componentes del PIB

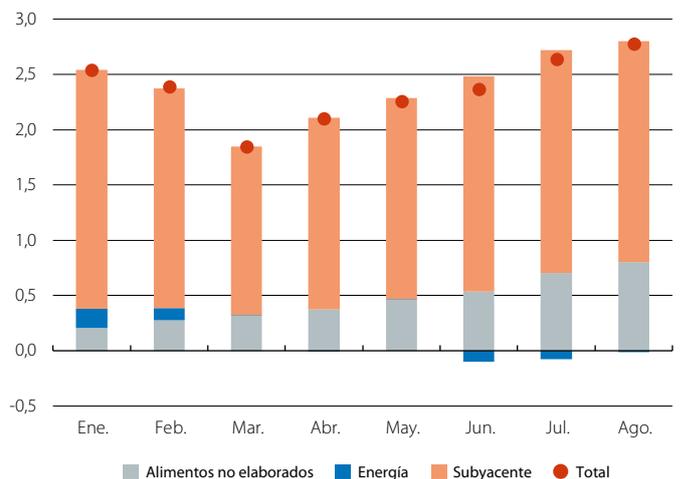
Variación intertrimestral (%)



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

### Portugal: contribución al IPC por componentes

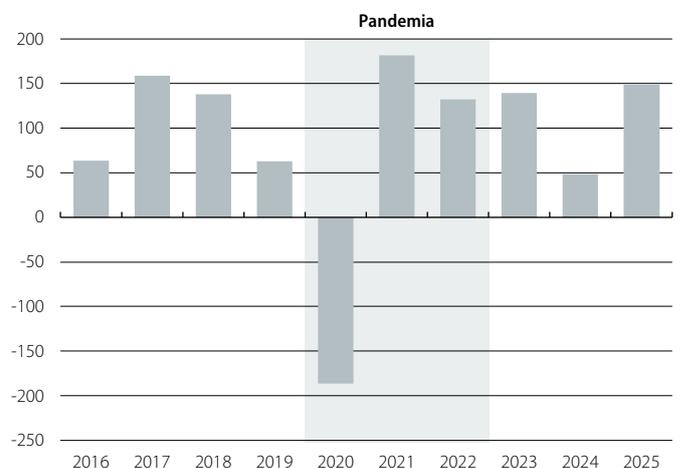
Variación interanual (%) y p. p.



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

### Portugal: empleo en el 2T de cada año

Variación interanual (miles de personas)



Nota: Serie sin desestacionalizar.

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

**Indicadores de actividad y empleo**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Índice coincidente de actividad	3,5	1,8	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	...
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	-3,1	0,8	-0,2	-0,4	-2,3	1,3	2,9	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,4	-6,2	-6,1	-4,2	-5,1	-4,8	-4,4	-3,8	-3,3
<b>Construcción</b>									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	7,5	6,5	13,4	23,6	37,5	16,3	12,4	...	...
Compraventa de viviendas	-18,7	14,5	19,4	32,5	25,0	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	9,1	8,5	8,5	13,2	15,8	17,4	18,1	18,7	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	7,8	6,3	4,6	4,0	4,0	3,9	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	7,7	5,6	2,4	10,9	12,5	6,6	9,4	12,8	13,5
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	1,1	3,2	3,7	5,0	4,5	4,7	5,8	6,2	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,9	2,7	2,7	3,4	3,6	3,3	3,2	3,1	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-14,3	-14,3	-15,5	-17,9	-17,6	-15,7	-16,2
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada	2,3	1,2	1,2	1,3	2,4	2,9	3,8	4,0	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,5	6,4	6,1	6,7	6,6	5,9	6,1	5,8	...
<b>PIB</b>	2,6	1,9	2,0	2,8	1,7	1,9	-	-	-

**Precios**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
General	4,4	2,4	2,2	2,6	2,3	2,2	2,4	2,6	2,8
Subyacente	5,1	2,5	2,5	2,7	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5

**Sector exterior**

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	2,0	0,5	2,0	5,3	4,4	4,4	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-4,0	2,0	-1,1	2,0	5,4	6,9	6,9	...	...
<b>Saldo corriente</b>	1,5	6,0	5,1	6,0	4,2	3,7	3,7	...	...
Bienes y servicios	4,1	6,5	6,4	6,5	5,2	4,5	4,5	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,6	-0,6	-1,3	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	5,5	9,1	8,6	9,1	7,5	7,1	7,1	...	...

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
<b>Depósitos <sup>1</sup></b>									
Depósitos de hogares y empresas	-2,3	7,5	6,0	7,5	6,5	5,4	5,4	6,2	...
A la vista y ahorro	-18,5	-0,3	-8,1	-0,3	5,0	5,1	5,1	6,5	...
A plazo y preaviso	22,2	15,3	22,6	15,3	7,8	5,8	5,8	5,9	...
Depósitos de AA. PP.	-12,4	26,7	29,1	26,7	29,3	39,6	39,6	15,5	...
<b>TOTAL</b>	-2,6	7,9	6,7	7,9	7,1	6,4	6,4	6,5	...
<b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b>									
Sector privado	-1,5	1,9	1,0	1,9	3,3	5,0	5,0	5,3	...
Empresas no financieras	-2,1	-1,0	-0,6	-1,0	0,1	2,3	2,3	2,2	...
Hogares - viviendas	-1,5	3,0	1,3	3,0	4,9	6,4	6,4	7,3	...
Hogares - otras finalidades	0,2	5,4	4,6	5,4	5,7	6,6	6,6	6,5	...
Administraciones públicas	-5,5	0,6	-4,1	0,6	-8,0	3,8	3,8	1,4	...
<b>TOTAL</b>	-1,7	1,8	0,9	1,8	2,9	4,9	4,9	5,2	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>2</sup></b>	2,7	2,4	2,6	2,4	2,3	...	-	-	-

Notas: 1. Residentes en Portugal. Las variables de crédito no incluyen titulaciones. 2. Dato fin del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal, Banco de Portugal y Refinitiv.

## Demografía y destino: el mundo que nos espera en 2050 con menos nacimientos y más longevidad

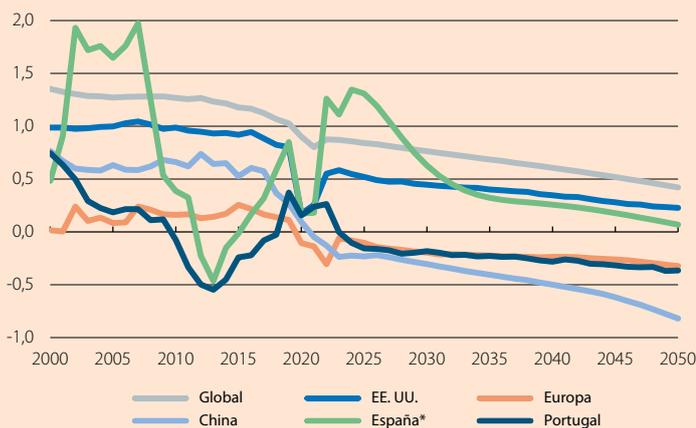
Vivimos cada vez más años y, lo que aún es más relevante, con mejor salud. Esta es, sin duda, una excelente noticia para todos. Sin embargo, esta longevidad, combinada con una natalidad persistentemente baja, reconfigura la estructura demográfica de nuestras sociedades. Este cambio demográfico exige una transformación profunda en cómo nos organizamos que va mucho más allá del uso necesario, pero insuficiente, de palancas poblacionales como la inmigración o la natalidad. En este artículo, abordamos la dimensión demográfica de este desafío para analizar después, en los siguientes cuatro artículos de este Dossier, cómo esta transición impactará en tres ámbitos clave: la macroeconomía,<sup>1</sup> las finanzas públicas<sup>2</sup> y el ahorro y los tipos de interés.<sup>3</sup>

Para entender la magnitud del cambio demográfico que se avecina, conviene observar con más detalle las tendencias que están dando forma a esta nueva realidad. Las tasas de fertilidad disminuyen en todo el mundo y ya se sitúan en EE. UU., China y en la mayoría de los países europeos por debajo del nivel de reemplazo poblacional. Este umbral, estimado en 2,1 hijos por mujer, es el que permitiría mantener el tamaño constante de la población sin flujos migratorios. En el caso de España, la tasa de fertilidad ya está muy por debajo de este umbral desde hace más de 40 años: alcanzó un mínimo de 1,1 hijos por mujer en la década de los noventa, y se prevé que se sitúe en niveles muy bajos en los próximos 25 años (1,3 hijos por mujer). Al mismo tiempo, la

esperanza de vida al nacer ha aumentado en aproximadamente siete años a nivel global entre 2000 y 2025 hasta los 74 años, y en cinco años en el caso de España hasta los 84 años (véase el primer gráfico). Solo la pandemia de la COVID-19 provocó un retroceso temporal, con una caída de hasta dos años en algunos países, del que ya se ha recuperado. Esta mejora se espera que

### Crecimiento de la población

Variación anual (%)

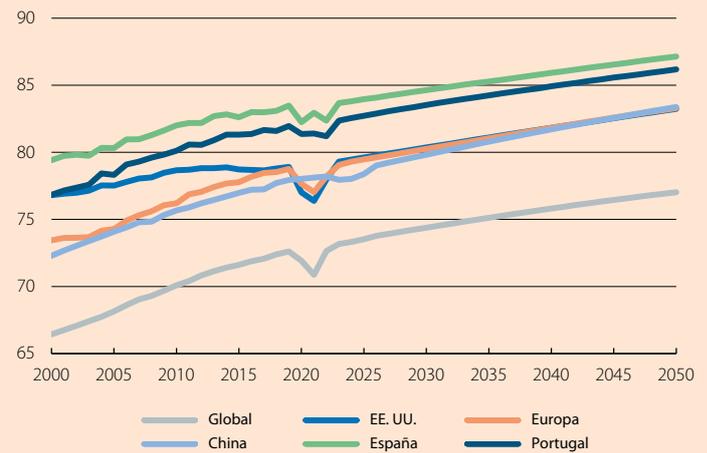


Nota: \* Estadística Continua de Población (2000-2023) y Proyecciones de Población (2024-2050).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (para España) y de UN World Population Prospects 2024 (para el resto).

### Esperanza de vida al nacer

(Años)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de UN World Population Prospects 2024.

continúe, con un incremento adicional de tres años más entre 2025 y 2050, tanto a nivel global como en España. Así, en 2050, la población mundial será más longeva y envejecida, pero también gozará de una mejor salud, puesto que se estima que la mayor parte del aumento de la esperanza de vida sea con buena salud.<sup>4</sup> De hecho, entre el 2000 y 2021, el 70% de las mejoras en la esperanza de vida a los 60 años ya se correspondieron a mejoras en esperanza de vida saludable, definida por la OMS como aquellos años sin enfermedades ni lesiones importantes.<sup>5</sup> No obstante, el envejecimiento poblacional también implicará un incremento en la prevalencia de enfermedades crónicas y situaciones de dependencia, lo que se traducirá en un aumento de la carga total de enfermedad (DALY) a nivel global.

Este cambio demográfico se traduce en una disminución progresiva de la tasa anual de crecimiento de la población mundial (véase el segundo gráfico). Este fenómeno es espe-

1. Véase el artículo «Efectos del envejecimiento sobre el crecimiento y palancas para su mitigación» en este mismo Dossier.
2. Véanse los artículos «El impacto del envejecimiento en las finanzas públicas: un verdadero reto para España y Europa» y «Palancas para mitigar el impacto de la demografía en las finanzas públicas: el caso de las pensiones» en este mismo Dossier.
3. Véase el artículo «¿Una sociedad envejecida pagará menores tipos de interés?» en este mismo Dossier.
4. Vollset, S. E., Ababneh, H. S., Abate, Y. H., Abbafati, C., Abbasgholizadeh, R., Abbasian, M., Ariffin, H. (2024). «Burden of disease scenarios for 204 countries and territories, 2022–2050: a forecasting analysis for the Global Burden of Disease Study 2021», *The Lancet*, 403(10440), 2204–2256.
5. OCDE (2025). «OECD Employment Outlook 2025: Can We Get Through the Demographic Crunch?», OECD Publishing, París.

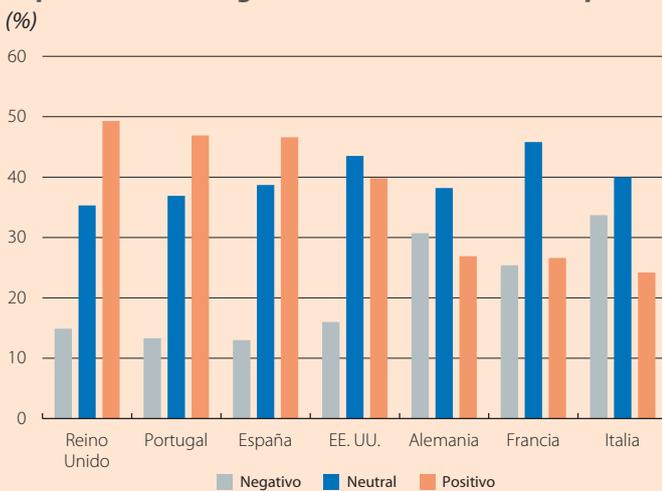
cialmente evidente en los países europeos o en China, donde el crecimiento poblacional se ha estancado e incluso ha comenzado a retroceder. En España, las recientes olas migratorias han aliviado momentáneamente esta situación, pero no podrán revertir por sí solas la tendencia de un menor crecimiento secular de la población observado en todos los países europeos.

Como resultado, la estructura demográfica global se está transformando profundamente y cada vez dista más de parecerse a una pirámide con una base ancha formada por jóvenes y una cima más estrecha de mayores. En su lugar, la estructura poblacional adopta una forma más parecida a un obelisco, con una base estrecha debida a la baja natalidad y una parte superior que se va agrandando como resultado de la mayor esperanza de vida.

Este cambio de silueta refleja una transformación que requerirá cambios profundos en un sistema social basado esencialmente en que las generaciones que trabajan financian a las jubiladas. En España, la cohorte de 67 años que entra en la jubilación es desde 2020 más numerosa que la cohorte de 25 años que entra de pleno en el mercado laboral. Esta «trampa demográfica» en la que no se renuevan las generaciones se acentuará en próximos años. De hecho, la proporción de población mayor de 65 años entre la población de 25 a 64 años, conocida como la ratio de dependencia, se sitúa actualmente en el 36% en España, lo que significa que por cada persona mayor de 65 años hay 2,6 personas en edad de trabajar. Esta ratio de dependencia aumentará de manera marcada hasta llegar al 61% en 2050, lo que equivale a que por cada jubilado solo habrá 1,6 personas en edad de trabajar (véase el tercer gráfico).

En este contexto de envejecimiento y estancamiento poblacional, la natalidad sería una primera palanca demográfica para contrarrestar el envejecimiento poblacional. La realidad de las últimas décadas y las previsiones para las próximas no invitan al optimismo con respecto a esta palanca. Las políticas públicas que reduzcan el coste de tener hijos pueden ayudar a fomentar la natalidad, pero en general tienen un impacto muy limitado y, como afirma la OCDE en su último Employment Outlook,<sup>6</sup> ni las mejores políticas conocidas llevarían la tasa de fertilidad al nivel de reemplazo. La natalidad, asimismo, solo empezaría a impactar en un horizonte más allá de 2050, puesto que no cambiará la realidad demográfica de la población en edad de trabajar para los próximos 25 años.

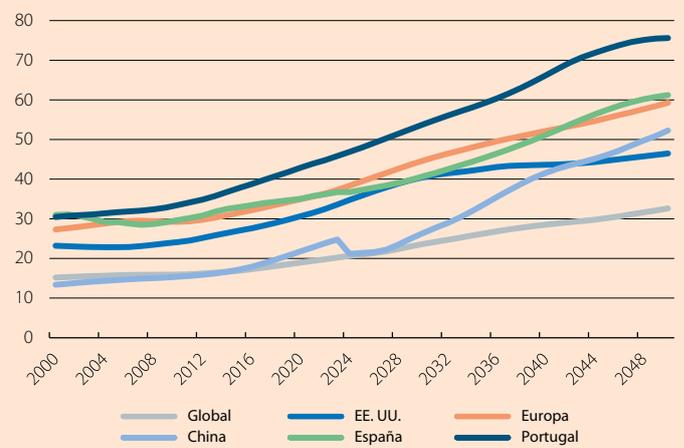
**Impacto de la inmigración en el desarrollo del país**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la World Values Survey Wave 7: 2017-2022.

**Tasa de dependencia**

Población de más de 65 años sobre la población de 25 a 64 años (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (para España) y de UN World Population Prospects 2024 (para el resto).

Así pues, la inmigración se presenta como la palanca demográfica inevitable para contrarrestar el declive poblacional, aunque solo parcialmente. Entre 2022 y 2024, en un contexto de rebote de flujos migratorios post-COVID, casi 1,2 millones de inmigrantes entraron en España. Las previsiones de flujos migratorios del INE para los próximos años son igualmente significativas, con entradas netas de aproximadamente 375.000 al año hasta 2053, aunque las previsiones demográficas de flujos migratorios son las más sujetas a incertidumbre. Y, sin embargo, los flujos migratorios necesarios para mantener la ratio de dependencia actual se situarían en alrededor de un millón de inmigrantes al año de manera sostenida durante tres décadas.<sup>7</sup> Parece muy complicado recibir influjos casi tres veces superiores a los previstos y al mismo tiempo ofrecer a la población resultante unos servicios públicos adaptados para que no se saturen, en sanidad, infraestructuras, etc. Además, la inmigración es un tema delicado,

6. OCDE (2025). «OECD Employment Outlook 2025: Can We Get Through the Demographic Crunch?», OECD Publishing, París.

7. Banco de España (2024). Informe Anual 2023. Banco de España, Madrid.

puesto que afecta a aspectos sociales, económicos y culturales y, a veces, la percepción pública puede estar distorsionada. Por ejemplo, 7 de cada 10 ciudadanos europeos sobreestima la proporción de población nacida en el extranjero en su país. En 2024, el 13,9% de la población de la UE había nacido en el extranjero, una cifra que en España alcanzaba el 18,2%. A pesar de algunos prejuicios, en la mayoría de los países europeos la ciudadanía tiene una visión positiva del impacto económico de la inmigración.<sup>8</sup> En España y en Portugal, el 47% de la población tiene una visión positiva de la inmigración, el 40% una visión neutral y solo el 13% la tiene negativa. No obstante, en algunos países como Italia, las opiniones tienden a ser más negativas (24% a favor vs. 34% en contra, con un 40% neutral).

Dado que ni la inmigración ni un repunte de la natalidad parecen, por sí solos, capaces de revertir esta transformación demográfica, resulta imprescindible explorar cómo la economía, el sistema de bienestar y el ahorro privado pueden adaptarse a esta nueva realidad poblacional.

*Josep Mestres Domènech*

8. Según datos de la World Values Survey Wave 7: 2017-2022.

## Efectos del envejecimiento sobre el crecimiento y palancas para su mitigación

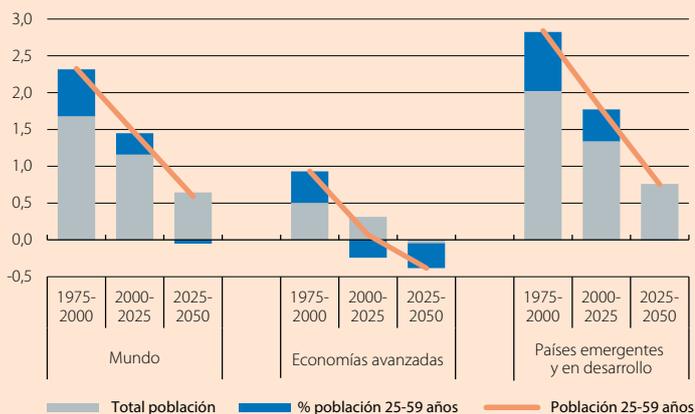
La actual etapa de la transición demográfica global, caracterizada por un cada vez menor incremento de la población y el envejecimiento de esta (véase para más detalles el artículo [«Demografía y destino: el mundo que nos espera en 2050 con menos nacimientos y más longevidad»](#) en este mismo Dossier), comporta una serie de transformaciones y desafíos de amplio espectro para la economía, que parecen haber teñido de negatividad las perspectivas de crecimiento mundial para las próximas décadas. Sin embargo, el futuro no está escrito en piedra y se puede moldear con las políticas adecuadas. Prueba de ello es que el «dividendo demográfico» que viene disfrutando África desde hace décadas no se ha reflejado en un desarrollo económico significativo de la región, en contraste con el dinamismo del sud-este asiático, que se ha convertido en motor del crecimiento mundial en los últimos 25 años encabezado por una China relativamente envejecida, pero que ha sabido transformar su economía en un competidor global también en productos de alta tecnología.

### El papel menguante de la demografía en el crecimiento

Partiendo de la consideración de que la actividad económica de un país depende del volumen de sus recursos y del modo en que se utilicen y combinen estos, la transición demográfica actual plantea, de inicio, dos retos simultáneos. Por un lado, un menor crecimiento de la población ralentiza el incremento de recursos disponibles, en este caso, del factor trabajo. Por otro lado, su envejecimiento hace que disminuya el peso de recursos laborales con mayor grado de utilización, de forma habitual la población entre 25 y 59 años (véase el primer gráfico). Si atendemos a las proyecciones de las Naciones Unidas,<sup>1</sup> la combinación de ambos factores parece que debiera conducir, *ceteris paribus*, a una significativa desaceleración del crecimiento económico en las próximas décadas, tanto en los países avanzados, donde el total de población ya se ha estancado en el mejor de los casos, como, sobre todo, en los emergentes y en desarrollo, donde por primera vez las personas en edad de trabajar perderán peso en el conjunto de la población (véase el segundo gráfico).<sup>2</sup>

### Variación promedio anual de la población entre 25 y 59 años

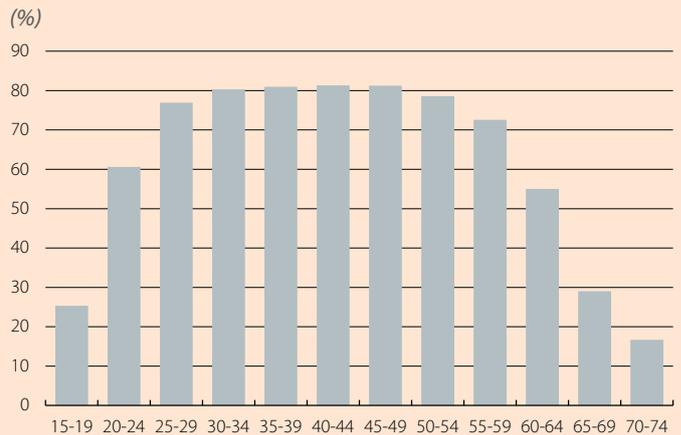
(% y contribuciones en p. p.)



**Nota:** Previsiones a partir de 2024.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de las Naciones Unidas.

### Tasa de empleo por grupos de edad en países de la OCDE (2023)



**Nota:** Población ocupada sobre población en cada grupo de edad.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

### Margen para cerrar el gap de género y prolongar la vida laboral

Entre los elementos que podrían ayudar a mitigar los efectos de la actual transición demográfica sobre el crecimiento económico, uno de los principales ámbitos de actuación son las políticas dirigidas a incrementar la oferta de trabajo. En este sentido, a pesar de la convergencia observada en las últimas décadas por factores sociales y educativos,<sup>3</sup> todavía hoy persisten diferencias muy significativas en la tasa de participación laboral entre países, así como por grupos poblacionales dentro de estos, destacando los valores más reducidos entre mujeres y el abrupto descenso en trabajadores a partir de 60

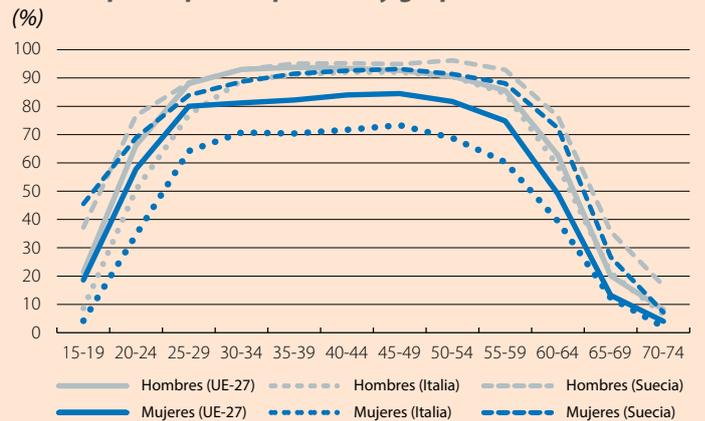
1. Proyecciones de población mundial 2024: <https://population.un.org/wpp/>.

2. El FMI estimó en su informe de previsiones de primavera de este año que, con las políticas actuales, el crecimiento global de la economía entre 2025 y 2050 será 1,1 p. p. menor que en 2016-2018.

3. Fernández Vidaurreta, C. y Martínez Turégano, D. (2018), «Evolución y perspectivas de la tasa de participación en el área del euro: una visión de largo plazo», Boletín Económico del Banco de España.

años (véase el tercer gráfico para el conjunto de la UE y el contraste entre dos de sus países miembros, Italia y Suecia). Entre las palancas que pueden llevar a incrementar la participación femenina, se incluyen sobre todo políticas que mejoren la conciliación familiar, como fórmulas laborales flexibles a tiempo parcial, un tratamiento fiscal no disuasorio para segundos perceptores y la provisión adecuada de servicios de educación infantil,<sup>4</sup> mientras que para prolongar la vida laboral pueden implementarse incentivos para ajustar la edad de jubilación efectiva a la legal, favorecer la compatibilidad de retiro y ciertas modalidades de empleo, reforzar las políticas activas con un aprendizaje continuo y mejorar las condiciones de salud con las que se afronta el envejecimiento.<sup>5</sup> Asimismo, dadas las diferencias entre regiones mundiales en el grado de avance e intensidad de los cambios demográficos y la persistencia de amplias brechas de desarrollo económico, la gestión de flujos migratorios seguirá teniendo un papel relevante.<sup>6</sup> Solo una aplicación ambiciosa de este conjunto de políticas podrá amortiguar de forma significativa los efectos de la transición demográfica (véase el

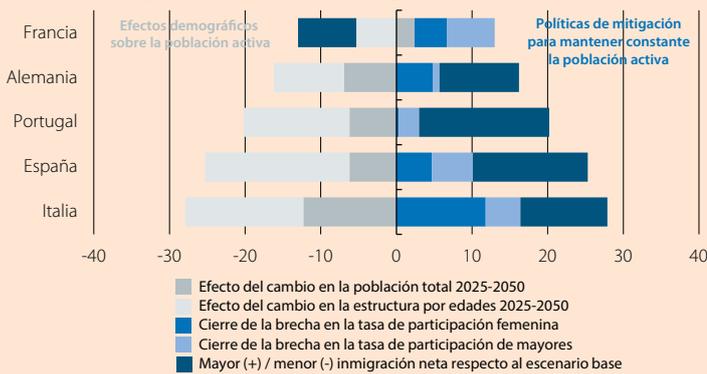
Tasa de participación por sexo y grupo de edad en la UE\*



Notas: \* 2023. Población activa sobre población en cada grupo.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

**Población activa en países de la UE: variación 2025-2050**

Efectos demográficos y políticas de mitigación (%)



Nota: El cierre de la brecha de género asume que la tasa de participación femenina aumenta en todos los grupos de edades hasta el valor de la masculina; el cierre de la brecha en mayores asume que la tasa de participación en el grupo de 60 a 74 años aumenta para ambos sexos hasta el valor en Suecia; la mayor/menor inmigración neta tiene lugar en el grupo de 25 a 59 años para igualar la población activa en 2050 a la de 2025.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de las Naciones Unidas y de Eurostat.

sumar el práctico estancamiento que observamos en la traslación de progreso tecnológico a la productividad total de los factores (PTF).<sup>8</sup> A este respecto, los desarrollos recientes en el ámbito de la inteligencia artificial (IA) han abierto la puerta a que esta tecnología de uso general pueda generar aumentos en la PTF de un amplio espectro de actividades económicas, principalmente aquellas con un mayor contenido de tareas cognitivas, así como acelerar los procesos de innovación. Sin embargo, la incertidumbre es todavía elevada respecto al grado de complementariedad/sustituibilidad de la IA con el factor trabajo,<sup>9</sup> lo que deja un margen amplio para los escenarios futuros. Algunas estimaciones base sitúan el incremento de la productividad laboral

ejemplo para diferentes países de la UE en el cuarto gráfico, basado en las proyecciones de las Naciones Unidas).<sup>7</sup>

**¿La productividad al rescate (de la mano de la IA)?**

De forma complementaria a un mayor grado de uso del factor trabajo, su utilización más eficiente junto con los recursos de capital constituye también una fuente clave para doblegar el determinismo de la actual transición demográfica. Durante las últimas décadas, la productividad del trabajo ha seguido aumentando a buen ritmo a nivel global, impulsada por el cambio estructural y la estabilización macroeconómica en los países emergentes, que han facilitado ganancias de eficiencia, mejoras en el nivel educativo y la acumulación de capital productivo (véase el quinto gráfico). Sin embargo, el efecto de estos procesos tiende a agotarse progresivamente conforme el grado de desarrollo económico es más avanzado y la terciarización sectorial es más acusada, a lo que hay que

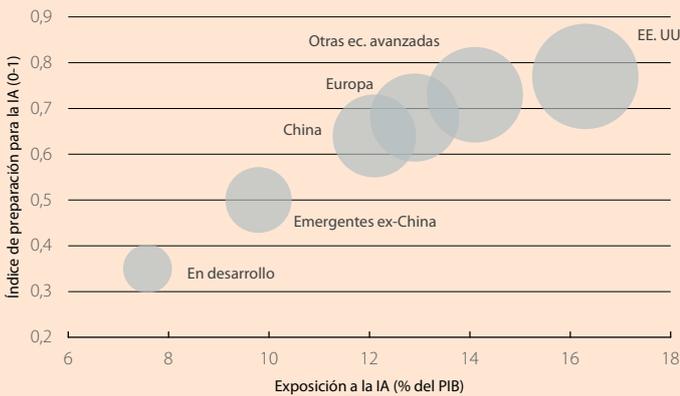
4. Fluchtmann, J., Keese, M. y Adema, W. (2024), «Gender equality and economic growth: Past progress and future potential», OCDE.  
5. FMI (2025). «The rise of the silver economy: global implications of population aging», World Economic Outlook.  
6. Véase por ejemplo para el caso de la eurozona tras la pandemia: Arce, O., Consolo, A., Días, A. y Weissler, M. (2025), «Foreign workers: a lever for economic growth», BCE.  
7. En el caso de España, las proyecciones del INE son sensiblemente distintas a las realizadas por las Naciones Unidas, principalmente en lo que a los flujos de inmigración se refiere. Así, mientras que estas recogen un promedio de 60.000-70.000 entradas netas entre 2025 y 2050, las del INE sitúan esta cifra entre 350.000 y 400.000 personas. Utilizando estas últimas como referencia, estimamos que la población activa en España se mantendría relativamente estable durante este periodo.  
8. Los cambios en la productividad total de los factores miden la variación en la producción de una economía que no viene explicada por aumentos en los factores productivos (capital y trabajo). Por ejemplo, a través de un uso más eficiente de los mismos.  
9. Acemoglu, D. (2024), «The simple macroeconomics of AI», NBER.

en EE. UU. en el rango del 1%-1,5% anual,<sup>10</sup> lo que permitiría compensar el freno demográfico sobre el crecimiento del PIB comentado anteriormente. En el resto del mundo, las ganancias esperadas tenderían a ser más moderadas dada la menor exposición y preparación para la adopción de la IA, incluyendo aspectos institucionales, el despliegue de infraestructura digital y la capacitación profesional (véase el sexto gráfico).<sup>11</sup>

**Una estrategia amplia para afrontar los retos demográficos**

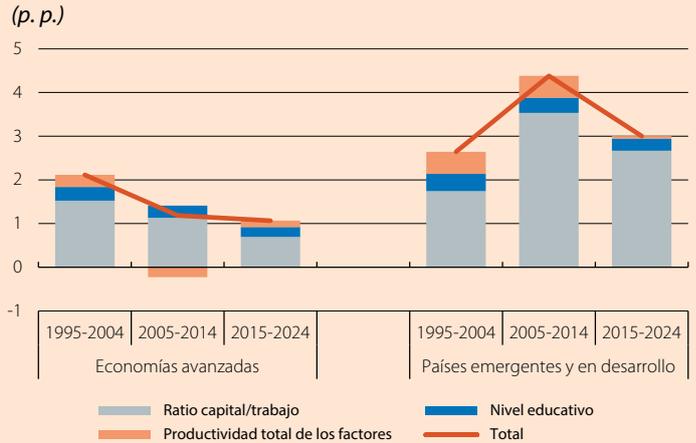
Las políticas para incrementar la oferta de trabajo e impulsar la productividad tienen alto potencial para compensar los efectos de la transición demográfica. Sin embargo, su materialización dependerá decisivamente de tres factores. En primer lugar, estará condicionada por la existencia de condiciones favorables para la dinámica empresarial y la creación de empleo. En la UE, esta necesidad ha encontrado eco en la Brújula de la Competitividad,<sup>12</sup> que busca revitalizar la capacidad de crecimiento de la economía europea a través de mejoras en el marco regulatorio del mercado interior y la movilización de capital hacia inversiones estratégicas. En segundo lugar, es necesario que el

**Exposición y preparación a la IA por regiones mundiales**



**Nota:** El tamaño de la burbuja es proporcional al producto de ambas variables, que aproxima la sensibilidad a un shock de productividad de la IA.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Cerutti et al. (2025).

**Variación promedio anual de la productividad real del trabajo**



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del The Conference Board.

En la UE, esta necesidad ha encontrado eco en la Brújula de la Competitividad,<sup>12</sup> que busca revitalizar la capacidad de crecimiento de la economía europea a través de mejoras en el marco regulatorio del mercado interior y la movilización de capital hacia inversiones estratégicas. En segundo lugar, es necesario que el espectro de capacidades y habilidades laborales se adapte a los cambios tecnológicos, la transición verde y los nuevos patrones de demanda de una sociedad en envejecimiento. Para ello, las políticas activas en el mercado laboral deben minimizar los costes de ajuste a esta nueva realidad y las empresas adaptar sus puestos de trabajo, con especial atención a los empleos en riesgo por la automatización de tareas, guiada ahora por los avances en IA. Y, en tercer lugar, el set de políticas públicas debe adaptarse para favorecer ganancias adicionales en el bienestar de sus ciudadanos al tiempo que mantiene la disciplina fiscal,<sup>13</sup> mientras que los agentes privados tendrán que ajustar sus decisiones de consumo e inversión a las nuevas condiciones de renta y riqueza del ciclo vital.<sup>14</sup> En ambos casos, los efectos distributivos de los cambios en curso serán también relevantes para determinar la magnitud de los retos.

David Martínez Turégano

10. Baily, M., Brynjolfsson, E. y Korinek, A. (2023). «Machines of mind: The case for an AI-powered productivity boom», Brookings; Goldman Sachs (2023), «Generative AI: hype, or truly transformative?».  
 11. Cerutti, E. M. et al. (2025). «The Global Impact of AI – Mind the Gap», FMI.  
 12. Véase el Focus «Una vuelta de tuerca en las prioridades políticas de la UE» en el IM04/2025.  
 13. Véanse los artículos «El impacto del envejecimiento en las finanzas públicas: un verdadero reto para España y Europa» y «Palancas para mitigar el impacto de la demografía en las finanzas públicas: el caso de las pensiones» en este mismo Dossier.  
 14. Véase el artículo «¿Una sociedad envejecida pagará menores tipos de interés?» en este mismo Dossier.

## El impacto del envejecimiento en las finanzas públicas: un verdadero reto para España y Europa

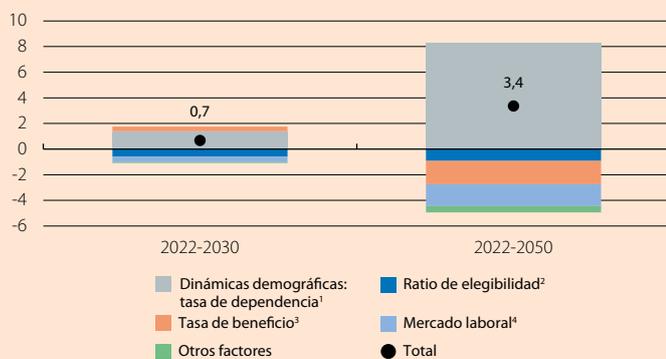
El envejecimiento de la población tendrá un impacto de primer orden en las finanzas públicas de las economías avanzadas. El mecanismo es conocido: el envejecimiento de la población y el consiguiente aumento de los ratios de dependencia pueden disminuir los ingresos fiscales e incrementar el gasto público de manera sustancial. El principal mensaje de este artículo es que la presión alcista de la demografía sobre las finanzas públicas será intensa en España y en Europa.

### Envejecimiento y gasto público

La parte del gasto público directamente afectada por el envejecimiento que se toma como referencia consta de pensiones, sanidad y cuidados de larga duración. El gasto público en pensiones representa el grueso de los tres (más de un 60% en España) y la AIReF<sup>1</sup> estima que, si no hubiera cambios en las políticas económicas (lo que se conoce como escenario a políticas constantes), pasaría en España del 12,7% del PIB en 2022 al 16,1% del PIB en 20250 (promedio estimado de la UE para 2050: 12,1% del PIB según el Informe de Envejecimiento de 2024 de la Comisión Europea, o simplemente AR24). Se trata de un aumento de 3,4 puntos, mucho mayor que en el promedio de la UE (+0,7 p. p.) y en el resto de las principales economías europeas, incluida Portugal (+2,4 p. p.), tal y como se observa en el primer gráfico.<sup>2</sup> Dos factores ayudan a entender por qué el gasto en pensiones ejercerá mayor presión sobre

### España: determinantes del aumento del gasto público en pensiones

(p. p. de PIB)

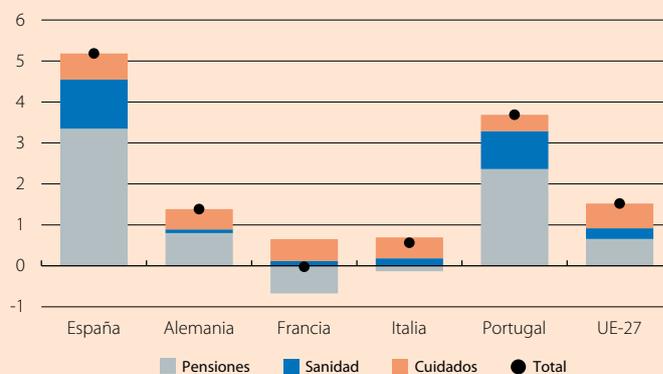


**Notas:** Escenario a políticas constantes. 1. Población en edad de jubilación entre población en edad de trabajar. 2. Número de pensionistas entre población en edad de jubilación. 3. Pensión media dividida entre la productividad aparente del trabajo (la cual se define como el PIB entre las horas trabajadas). 4. Población en edad de trabajar entre las horas trabajadas. Muestra cómo se distribuye el esfuerzo para financiar el sistema entre la fuerza laboral.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de proyecciones del Ageing Report 2024 y de la AIReF.

### Aumento del gasto público en envejecimiento entre 2022 y 2050

(p. p. de PIB)



**Nota:** Escenarios a políticas constantes.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de proyecciones del Ageing Report 2024 y, en el caso de España, de la AIReF, 2025, «Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo: demografía y cambio climático».

las cuentas públicas en España que en la UE a medio plazo; la mayor generosidad del sistema público de pensiones (se proyecta en el AR24 a políticas constantes que la tasa de reemplazo, o sea, el cociente entre la pensión de entrada y el último salario de un individuo sería del 65% en España en 2050 vs. el 38,5% en la UE)<sup>3</sup> y el hecho de que el *baby boom* comenzó casi una década más tarde en España que en el centro de Europa (se prevé que este segundo factor retrase en nuestro país el pico del gasto en pensiones en porcentaje del PIB hasta 2045-2050).<sup>4</sup>

El principal determinante que explicaría el aumento del gasto público en pensiones en España es la demografía: se estima que esta, a través de la disminución de la relación entre personas en edad de trabajar y las jubiladas, podría tener una contribución al alza sobre el gasto en pensiones de más de 8 p. p. de PIB entre 2022 y 2050.<sup>5</sup> No en vano, en España, actualmente por cada persona mayor de 65 años hay 2,6 personas en edad de trabajar, y en 2050, el INE proyecta que por cada jubilado solo habrá 1,6 personas en edad de trabajar.<sup>6</sup> El impacto de la demografía se vería parcialmente compensado (véase el segundo gráfico) por la caída

1. Véase la «Segunda Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo: demografía y cambio climático» publicada por la AIReF el 31 de marzo de 2025.

2. Para el resto de las economías son estimaciones del AR24. En el caso de España, cogemos la AIReF, ya que da un escenario más actualizado: incorpora los datos macro de 2023 (en el AR24 solo de 2022) y proyecciones demográficas que tienen en cuenta la evolución demográfica reciente (AR24 usa las proyecciones demográficas de Eurostat realizadas en 2023). En el AR24, el aumento del gasto en pensiones entre 2022 y 2050 sería, de hecho, mayor: +4,2 p. p.

3. Actualmente del 76,0% en España y el 45,5% en el promedio de la UE.

4. Véase el *Annual Report of Taxation 2025* de la Comisión Europea.

5. Hemos reescalado las magnitudes del Informe de Envejecimiento de 2024 para que coincidan con las más recientes de los informes de la AIReF que tienen en cuenta los datos macroeconómicos más recientes.

6. Véase el artículo «Demografía y destino: el mundo que nos espera en 2050 con menos nacimientos y más longevidad» en este mismo Dossier. Estimaciones similares a las del AR24 y la AIReF.

prevista de la tasa de beneficio (el cociente de la pensión media entre el salario medio), por el aumento de la tasa de empleo y por una menor ratio de elegibilidad<sup>7</sup> (pensionistas entre población en edad de jubilarse). La razón de la importancia de la demografía es que, entre 2022 y 2050, aumentará de forma sostenida el número de jubilados a causa del retiro de un colectivo tan numeroso como el de los *baby boomers*,<sup>8</sup> y ese aumento no se verá compensado por las nuevas entradas en el mercado laboral, incluso con flujos migratorios dinámicos.

El gasto sanitario también se incrementaría de forma notable, especialmente en España: en un escenario a políticas constantes, se estima<sup>9</sup> que aumentaría en 1,2 puntos de PIB en España (+ 0,3 p. p. en la UE) hasta el 8,0% del PIB (7,2% en la UE) entre 2022 y 2050. En cambio, el gasto en cuidados crecería en 0,6 puntos de PIB, tanto en España como en la UE.

Así, sumando pensiones, sanidad y cuidados, el gasto público total relacionado con el envejecimiento pasaría en España del 20,3% del PIB en 2022 al 25,5% del PIB en 2050. Se trata de un aumento de 5,2 puntos, claramente mayor que en la UE (+1,5 puntos). Y, en términos del gasto público primario, el gasto ligado al envejecimiento representaría en España el 56% del total en 2050 frente al 48% actual.

## Demografía y deuda pública

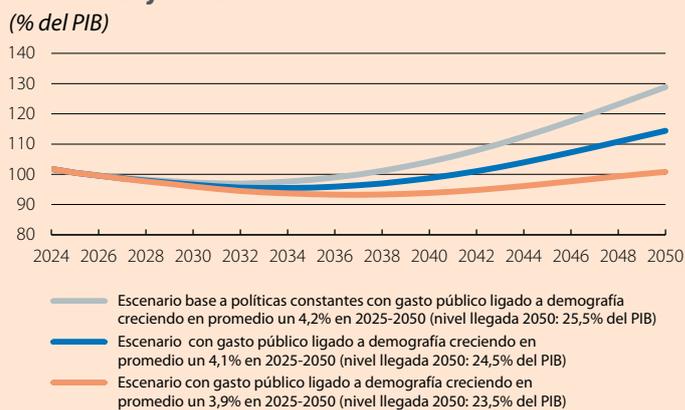
La presión alcista del envejecimiento sobre el gasto público es indudable, pero para tener la foto completa merece la pena analizar el impacto del envejecimiento sobre la deuda pública. La AIReF ha estimado que en un escenario ilustrativo a políticas constantes,<sup>10</sup> la deuda pública española aumentaría en casi 30 puntos de PIB entre ahora y 2050, hasta el 129% del PIB (deuda en 2024: 101,8% del PIB), y se documenta que el proceso de envejecimiento de la población y el incremento del gasto asociado sería el factor desencadenante de dicho aumento. En particular, la AIReF estima que el mayor gasto asociado al envejecimiento (pensiones, sanidad y cuidados) por sí solo haría crecer la deuda en 57 puntos entre ahora y 2050 (lo cual se vería parcialmente compensado por otros factores, como un menor gasto en educación por la reducción del número de alumnos, crecimiento del PIB, etc.). De estos 57 puntos, 31 serían por gasto en pensiones, 19 por sanidad y 7 por cuidados.<sup>11</sup>

## Un análisis de sensibilidad: el futuro está por escribir y no es determinista

A pesar de que el envejecimiento de la población pondrá presión sobre las finanzas públicas, no podemos dejar de resaltar que las estimaciones analizadas en este artículo derivan de escenarios ilustrativos inerciales sin nuevas medidas de política económica más allá de las tomadas hasta la fecha. Por ello, no conviene dejarse llevar por el desaliento.

Cabe destacar que reducir ligeramente el crecimiento del gasto público (ya sea en las partidas ligadas con el envejecimiento u otras) permitiría ahorros considerables que atenuarían considerablemente el incremento de la deuda pública y, por ende, la hipoteca que dejaríamos a las futuras generaciones. Centrándonos en el gasto público relacionado con el envejecimiento, ya hemos mencionado que a políticas constantes se estima que pasaría del 20,3% del PIB en 2022 al 25,5% del PIB en 2050. Estamos hablando de un crecimiento anual promedio del 4,2% en los próximos 25 años. Sin embargo, estimamos que reducir del 4,2% al 4,1% el crecimiento anual promedio de dicho gasto – lo que llevaría su punto de llegada en 2050 al 24,5% del PIB en lugar del 25,5% del escenario base a políticas constantes – permitiría, manteniendo los otros factores inalterados,<sup>12</sup> una trayectoria con un aumento claramente menor de la deuda

### Deuda pública: análisis de sensibilidad según la evolución del gasto público relacionado con el envejecimiento



**Notas:** El escenario base que tomamos de referencia a políticas constantes es el de la AIReF. Gasto en envejecimiento: incluye pensiones, sanidad y cuidados de larga duración.  
**Fuente:** CaixaBank Research.

7. La ratio de elegibilidad contribuirá a mitigar el aumento del gasto en pensiones, especialmente durante la primera década de la proyección debido a la implementación progresiva del aumento de la edad legal de jubilación hasta alcanzar los 67 años en 2027.

8. Véase el Dossier «La edad de oro de los baby boomers: retos y oportunidades» en el IM06/2023.

9. Véase la «Segunda Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo: demografía y cambio climático» publicada por la AIReF el 31 de marzo de 2025.

10. Se supone que no se adoptan nuevas medidas para reequilibrar las cuentas públicas. La AIReF estima en su escenario macroeconómico un crecimiento de la población de 3,0 millones entre 2025 y 2050, un crecimiento anual promedio de la productividad aparente del trabajo del 1,1% en 2025-2050 y un crecimiento anual promedio del PIB real del 1,3% en ese mismo periodo.

11. En otras palabras, si la evolución de las finanzas públicas no estuviera condicionada por las presiones demográficas, la deuda seguiría una senda descendente, situándose en torno al 72% del PIB en 2050 (se obtiene el 72% restando a la estimación de deuda del 129% del PIB la contribución al alza de la demografía de 57 puntos de PIB).

12. No obstante, tenemos en cuenta que una menor senda de deuda pública tiene un impacto también sobre la factura de intereses, la cual será menor (es el llamado *snowball effect*).

pública. En concreto, esta sería 15 puntos de PIB menor en 2050 que en el escenario base (114% del PIB en lugar del 129%). Y reducir del 4,2% al 3,9% el crecimiento anual promedio de este gasto, alcanzando un punto de llegada en 2050 del 23,5% del PIB en lugar del 25,5% del escenario base, llevaría a una deuda pública menor en casi 30 puntos de PIB en 2050 respecto al escenario base (o sea, 101% del PIB en lugar del 129%).

En definitiva, la demografía ejercerá una clara presión al alza sobre el gasto público en Europa y en España a medio plazo. No obstante, la evolución de las finanzas públicas a medio plazo es muy sensible a pequeños cambios en los supuestos del escenario macroeconómico y a las propias estimaciones de aumento del gasto público, todo ello sujeto a la incertidumbre intrínseca que rodea la evolución macroeconómica del país en los próximos 25 años. Y a ello se suma que las estimaciones a medio plazo son a políticas constantes, pero no podemos obviar que la economía española (y las europeas en general) disponen de un amplio abanico de palancas de política económica para amortiguar y minimizar el impacto adverso de la demografía sobre las finanzas públicas. Así, el margen de actuación es considerable. De estas palancas nos ocupamos precisamente en el siguiente artículo de este Dossier.<sup>13</sup> El futuro no está escrito.

*Javier Garcia-Arenas*

13. Véase [«Palancas para mitigar el impacto de la demografía en las finanzas públicas: el caso de las pensiones»](#) en este mismo Dossier.

## Palancas para mitigar el impacto de la demografía en las finanzas públicas: el caso de las pensiones

La presión alcista de la demografía sobre el gasto público será el factor preponderante que, en ausencia de medidas, comportaría un empeoramiento de las cuentas públicas a medio plazo en las economías desarrolladas.<sup>1</sup> A grandes rasgos, en un escenario a políticas constantes, la AIReF proyecta que el gasto público en envejecimiento en España aumente entre 2022 y 2050 más de 5 puntos de PIB, de los cuales 3,4 corresponderían al gasto en pensiones, frente a un aumento en los ingresos por cotizaciones sociales de 1,1 puntos.<sup>2</sup> Por tanto, sería necesario aumentar en 2,3 puntos de PIB los ingresos vía transferencias del Estado a la Seguridad Social para financiar el mayor gasto en pensiones, a no ser que se adopten medidas que reduzcan el gasto en porcentaje del PIB.<sup>3</sup>

En este artículo, ponemos el foco en tres grandes palancas propuestas por los economistas para mitigar el impacto del envejecimiento de la población sobre las finanzas públicas y en particular sobre el gasto en pensiones: prolongar la vida laboral, mejorar la productividad y atraer a más inmigración.<sup>4</sup> Instituciones como la AIReF y la Comisión Europea han realizado análisis de sensibilidad sobre cómo cambios en estas palancas podrían incidir sobre el gasto en pensiones en porcentaje del PIB en España. Se trata de resultados ilustrativos que se deben tomar con cautela debido a la elevada incertidumbre que rodea a la evolución macroeconómica del país en los próximos 25 años. A estas palancas habría que sumar también políticas para potenciar los planes de pensiones privados, como complemento ineludible a las pensiones públicas, y medidas para incentivar la natalidad.<sup>5</sup>

Empezando por la prolongación de la vida laboral, aumentar la tasa de empleo de las personas entre 55 y 74 años aliviaría considerablemente la presión del envejecimiento sobre el gasto en pensiones. El Informe de Envejecimiento de 2024 (AR24) estima que lograr que en España dicha tasa converja al 70% en 2050 en lugar del 60% previsto en su escenario base a políticas constantes permitiría reducir el gasto en pensiones en 1,4 puntos de PIB en 2050 respecto al escenario base, casi la mitad del aumento del gasto proyectado (3,4 puntos). Alcanzar la tasa de empleo del 70% en 2050 para las personas entre 55 y 74 años parece ambicioso; en las principales economías europeas, también a políticas constantes, las proyecciones de la tasa de empleo para esta franja de edad en 2050 quedan por debajo de dicha cifra.<sup>6</sup> En España, la tasa actual es del 54%, con lo que llegar al 60% previsto<sup>7</sup> en el escenario base ya representaría una mejora sustancial de 6 puntos que incorpora el impacto del nuevo diseño del sistema de incentivos para demorar la jubilación de la reforma de pensiones de 2023.<sup>8</sup> Políticas que profundicen en esta senda, como permitir compaginar trabajo y pensión, contribuirían a aumentar todavía más la tasa de empleo de estos colectivos.

Una avenida que han seguido otros países para prolongar la vida laboral es retardar la edad legal de la jubilación. En el AR24 analizan el impacto de retrasar la jubilación vinculándola al aumento de la longevidad; en concreto, aplicando tres cuartas partes del aumento de la esperanza de vida<sup>9</sup> entre 2022 y 2050. Ello supondría que la edad legal de jubilación en España aumentaría de los 66,2 años en 2022 hasta los 68,2 años en 2050, ya que se espera que la esperanza de vida aumente en casi tres años en dicho periodo. El impacto de esta demora de la edad de jubilación representaría por sí sola una reducción del gasto en pensiones de 0,5 puntos de PIB en 2050 respecto al escenario base en el que la edad de jubilación sube hasta los 67 años en 2027 y se mantiene constante en esa edad desde entonces hasta 2050. Dinamarca, Países Bajos, Suecia o Estonia ya han vinculado la edad de jubilación a la esperanza de vida. Estos países también suelen tener posiciones más favorables en términos de sostenibilidad de sus sistemas de pensiones.<sup>10</sup>

Mejorar la productividad es la segunda gran palanca analizada en este artículo para contrarrestar la presión demográfica sobre las cuentas públicas. La productividad es la principal fuente de crecimiento económico a medio plazo, de forma que acelerarla reduci-

1. Véase el artículo [«El impacto del envejecimiento en las finanzas públicas: un verdadero reto para España y Europa»](#) en este mismo Dossier.

2. Véase la [«Segunda Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo: demografía y cambio climático»](#), publicada por la AIReF el 31 de marzo de 2025.

3. Véase el Focus [«Evaluación de la AIReF a la reforma de las pensiones: primer match ball salvado, pero grandes retos en el horizonte»](#) en el IM04/2025.

4. Las palancas para paliar el impacto macroeconómico del envejecimiento se discuten en detalle en el artículo [«Efectos del envejecimiento sobre el crecimiento y palancas para su mitigación»](#) en este mismo Dossier.

5. Sobre la primera hablamos en detalle en el artículo [«Cómo lograr que nuestros sesgos cognitivos jueguen a favor de aumentar el ahorro privado en pensiones»](#) en el Dossier del IM06/2023, y los efectos de las segundas posiblemente se harían patentes más allá de 2050.

6. Proyecciones de la tasa de empleo para esta franja de edad en 2050: un 63,4% en Francia, un 64,8% en Alemania, un 59,9% en Portugal y un 55,9% en Italia.

7. Pasaría del 57,6% en 2022 al 72,5% en 2050 para la franja entre 55 y 64 años y del 6,0% en 2022 al 18,2% en 2050 para la franja entre 65 y 74 años.

8. La reforma de la jubilación demorada incluye una homogeneización y un aumento de los porcentajes adicionales aplicables por cada año de demora en el cálculo de la pensión inicial, y la posibilidad de sustituir el incremento de la pensión por un pago único calculado en función de los años cotizados, los años de demora y la pensión inicial. La AIReF estima que estas medidas contribuyen a un incremento de la edad efectiva de jubilación desde los 64,7 años en 2021 a los 65,2 años actuales y una previsión de 66,2 años en 2050.

9. Esperanza de vida a los 65 años.

10. En concreto, su gasto público en pensiones en porcentaje de sus ingresos fiscales es inferior al promedio europeo, según se analiza en el Annual Report of Taxation 2025 de la Comisión Europea.

ría el gasto en pensiones en porcentaje del PIB, aunque el impacto positivo vía un mayor dinamismo económico se vería parcialmente compensado por las mayores pensiones a pagar, derivadas de unos salarios más elevados. Se estima que un crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) del 1,2% en promedio en los próximos 25 años en lugar del 0,8% del escenario base de la AIReF podría disminuir el gasto en pensiones en 2050 en 1 punto de PIB y la deuda pública en cerca de 20 puntos respecto al escenario base.<sup>11</sup> Si se realizan políticas económicas acertadas –en educación, atracción de talento, buen entorno institucional...– y si el despliegue de la inteligencia artificial tiene un impacto exitoso, no resulta descabellado aspirar a alcanzar ese ritmo a medio plazo, aunque se trata de un objetivo ambicioso. Para contextualizarlo, el crecimiento anual promedio de la PTF en España fue del 0,9% entre 2015 y 2019.

Finalmente, la inmigración puede ser una palanca que coadyuve también en la dirección deseada, dado que es el fenómeno demográfico que afecta de forma más rápida y directa a la población en edad de trabajar, un elemento clave en la evolución del PIB. Se estima que unos flujos migratorios netos de 385.400 personas al año en el promedio 2024-2050, tal y como prevé el INE, en lugar de las 275.200 del escenario base de la AIReF, permitirían reducir el gasto en pensiones en 2050 en 0,3 puntos de PIB respecto a dicho escenario base, gracias al mayor crecimiento de la economía.<sup>12</sup> Además, la deuda pública en 2050 se reduciría en unos 10 puntos de PIB respecto al escenario base gracias también a los ingresos públicos ligados a las rentas laborales aportados por este colectivo. Para contextualizar la estimación de flujos, estos fueron en el promedio de 2000-2023 de 356.000<sup>13</sup> y alcanzaron los 630.000 en 2000-2008. Con todo, la incertidumbre sobre el impacto de esta palanca es elevada; según el análisis del AR24, la reducción del gasto en pensiones en porcentaje del PIB gracias a la inmigración sería mayor, aunque partiendo de supuestos distintos.<sup>14</sup>

Para medir el impacto de la inmigración en las finanzas públicas de forma más completa, habría que analizar las contribuciones a los ingresos públicos realizadas por los inmigrantes frente a los beneficios que recibirán a lo largo de todo su ciclo vital (por ejemplo, el impacto será más positivo en el caso de inmigrantes jóvenes y con niveles de formación y aptitudes profesionales elevados). Las previsiones de la AIReF muestran cómo el proceso de envejecimiento se vería paliado en las décadas de 2030 y 2040, su fase álgida con la jubilación de la mayoría de *baby boomers*, por la incorporación de inmigrantes en edades en las que la aportación al sector público es positiva. Posteriormente, estas cohortes de inmigrantes alcanzarían su etapa de aportación negativa una vez que el proceso de envejecimiento de la población nativa se haya estabilizado y, por lo tanto, la presión de incremento de los gastos asociados al envejecimiento se haya atenuado.

En definitiva, a políticas constantes, se proyecta que el gasto público en pensiones aumentará en España en más de 3 puntos de PIB a lo largo de los próximos 25 años, 2,3 puntos de PIB si se descuenta el aumento previsto de ingresos. Un crecimiento de la productividad dinámico, una mayor retención de los trabajadores mayores en el mercado laboral y la atracción de inmigrantes con alta formación podrían llegar a compensar esos 2,3 puntos completamente en el mejor de los mundos o, cuando menos, mitigarlos considerablemente según análisis de sensibilidad sujetos, eso sí, a la dificultad inherente de realizar supuestos macroeconómicos y demográficos a tan largo plazo. Por tanto, el margen de maniobra existe y ahora es momento de ponerse manos a la obra.

Javier Garcia-Arenas con la colaboración de Vânia Duarte

### Análisis de sensibilidad del gasto en pensiones

(p. p. de PIB de diferencia respecto al escenario base)

Política	Detalles	Cambio en gasto de pensiones en 2050 respecto al escenario base (p. p. de PIB)
Aumentar la tasa de empleo de trabajadores entre 55 y 74 años	Aumento con una convergencia 10 puntos mayor respecto al escenario base de AR24: en 2050, pasaría del 60% al 70%.	-1,4
Alargar la edad legal de jubilación vinculándola con el aumento de esperanza de vida	Aplicar tres cuartos del aumento de esperanza de vida entre 2022 y 2050: jubilación a los 68,2 años en vez de a los 67 años en 2050.	-0,5
Productividad alta	Crecimiento anual promedio de la PTF del 1,2% en lugar del 0,8% en 2025-2050.	-1,0
Migración alta	Flujos netos 2024-2050 de 385.400 en vez de 275.200.	-0,3

Fuente: CaixaBank Research, a partir del análisis de sensibilidad del AR24, excepto para productividad e inmigración, en cuyo caso realizamos una extrapolación lineal a partir de las estimaciones del análisis de sensibilidad de la AIReF en su «Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo: demografía y cambio climático», publicada en marzo de 2025.

11. Extrapolación a partir del análisis de sensibilidad de la AIReF del impacto de aumentar el crecimiento de la PTF en un 10% en la «Segunda Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo: demografía y cambio climático».

12. Realizamos una extrapolación lineal a partir del análisis de sensibilidad de la AIReF según el cual un aumento de los flujos migratorios netos del 15% en 2024-2050, partiendo de 275.200 al año en el escenario base reduciría el gasto en pensiones en 1 décima de PIB respecto al escenario base.

13. Excluyendo 2020 y 2021, años de movilidad reducida a causa de la pandemia.

14. En el AR24 el escenario base es de flujos netos de 227.000 al año en el promedio 2024-2050. Estiman que un aumento de estos flujos del 33% hasta más de 300.000 al año reduciría el gasto en pensiones en 1,4 puntos de PIB respecto al escenario base.

## ¿Una sociedad envejecida pagará menores tipos de interés?

En las otras páginas de este Dossier se ha analizado en profundidad cómo el envejecimiento afectará a la capacidad de crecimiento económico y a las cuentas públicas. Todos estos cambios tendrán consecuencias sobre la oferta y la demanda de ahorro y, por lo tanto, sobre los tipos de interés de las economías.

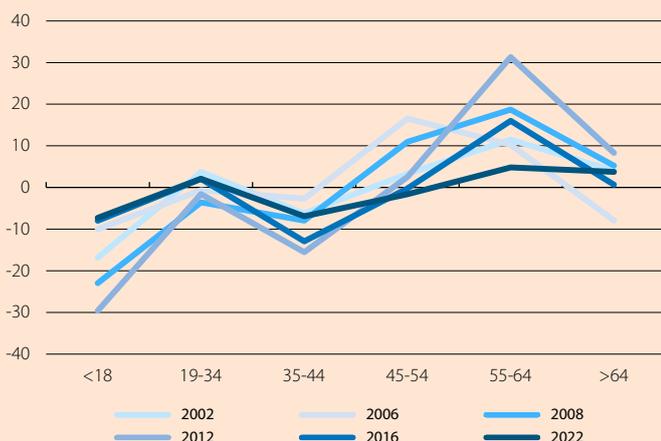
### Del envejecimiento al ahorro: correas de transmisión

Podemos dividir los mecanismos de transmisión del envejecimiento poblacional sobre los tipos de interés entre aquellos que repercuten en la demanda y los que afectan a la oferta de ahorro. Por el lado de la demanda, hay que tener en cuenta que el envejecimiento poblacional va de la mano de una reducción de la fertilidad y un menor crecimiento de la población. Ello se traduce en un menor dinamismo del PIB<sup>1</sup> y, en consecuencia, de la inversión: es decir, una menor demanda de ahorro que provoca menores tipos de interés. Dicho de otro modo, como el capital de una economía se deprecia lentamente, el menor crecimiento de la economía hace que la ratio entre el stock de capital y el PIB aumente y genera una abundancia relativa de capital que presiona los tipos de interés a la baja.<sup>2</sup>

Por el lado de la oferta hay distintos mecanismos, y todos ellos se derivan de la llamada teoría del ciclo vital.<sup>3</sup> Según esta teoría, la tasa de ahorro varía a lo largo de nuestra vida con una forma de U invertida: los jóvenes y los ancianos ahorran menos, mientras que los de mediana edad ahorran más. El primer gráfico muestra cómo esta relación se cumple en EE. UU. (no tan claramente en Italia).<sup>4</sup> La razón es el deseo de disfrutar de una calidad de vida relativamente estable a lo largo del tiempo. Así, la teoría del ciclo vital sugiere que las personas deberían ahorrar más en aquellas edades en las que perciben unos mayores ingresos, y utilizar estos ahorros extra para mejorar su calidad de vida en etapas con menor flujo de rentas (típicamente, la juventud y la vejez).

### Italia: tasa de ahorro por edad

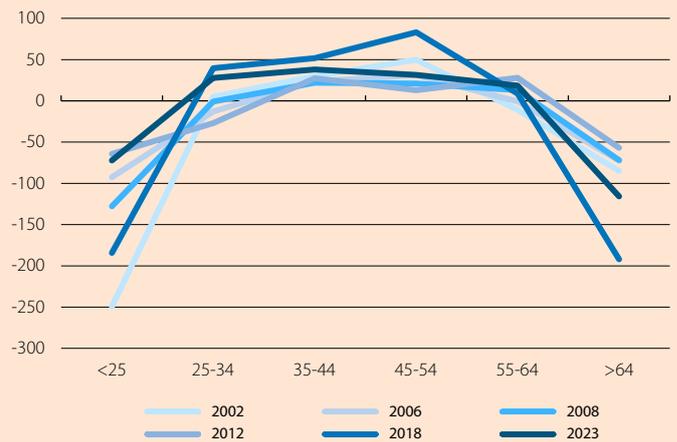
Desviación respecto al promedio nacional (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (Banca d'Italia).

### EE. UU.: tasa de ahorro por edad

Desviación respecto al promedio nacional (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Consumer Expenditure Survey (Bureau of Labor Statistics).

Teniendo en cuenta estas fluctuaciones del ahorro a lo largo del ciclo vital, el envejecimiento poblacional genera dos grandes fuerzas por el lado de la oferta. La primera presume un cambio en el comportamiento de los ahorradores. Y es que el envejecimiento está asociado a un aumento de la esperanza de vida y de los años de inactividad laboral tras la jubilación. Si las personas desean mantener una calidad de vida estable a lo largo de una jubilación más larga, como postula la teoría del ciclo vital, entonces una mayor esperanza de vida debería espolear un incremento del ahorro en los años de actividad laboral. Es decir, el incremento en la esperanza de vida debería hacer crecer la oferta de ahorro.

La segunda fuerza se basa en cambios en la composición de los ahorradores. Por un lado, el incremento de la población en edad avanzada significa mayor peso poblacional relativo de un segmento que, según la teoría del ciclo vital, debería tener

1. Véase el artículo «Efectos del envejecimiento sobre el crecimiento y palancas para su mitigación» en este mismo Dossier.
2. Véase Jones, C. (2023). «Aging, secular stagnation, and the business cycle», *Review of Economics and Statistics*, 105(6), 1580-1595.
3. Ando, A. y Modigliani, F. (1963), «The 'life-cycle' hypothesis of saving: aggregate implications and tests», *American Economic Review*, 53(1), 55-84.
4. En España, según los datos internos de CaixaBank Research también se observa una relación clara de U invertida entre la tasa de ahorro y la edad.

menores tasas de ahorro. Esta dinámica deprime la oferta total de ahorro. Sin embargo, el tercer gráfico ilustra cómo la población en edad avanzada es, a la vez, un grupo que acostumbra a tener una mayor bolsa de ahorro acumulada a lo largo de su vida (ya sea en activos inmobiliarios o financieros) y, por lo tanto, si la población en edad avanzada aumenta en términos relativos, también debería hacerle la oferta de ahorro total. En conjunto, los cambios de composición poblacional tienen un efecto incierto porque nos presentan dos fuerzas contrapuestas: un efecto flujo (menor tasa de ahorro) y un efecto *stock* (mayor bolsa de ahorro acumulada).<sup>5</sup>

Por último, hay otro mecanismo que va más allá de la oferta y demanda de ahorro. Los tipos de interés nominales dependen también de la inflación, dado que normalmente hablamos de tipos de interés en términos de una moneda, como el euro o el dólar, y no en «unidades reales». Si el envejecimiento poblacional hace que el factor trabajo sea más escaso (por ejemplo, por una reducción del porcentaje de trabajadores), se podría observar un mayor dinamismo del crecimiento salarial y, por lo tanto, de la inflación, lo que terminaría presionando al alza los tipos de interés en términos nominales.<sup>6</sup> Sin embargo, en la transición demográfica también puede haber desinflación si la pérdida de crecimiento económico va más rápida que la reconfiguración de la estructura productiva (la demanda perdería dinamismo más rápidamente que la oferta).

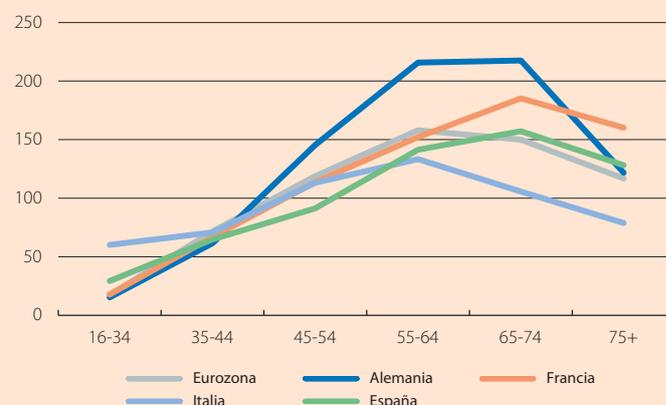
### El efecto neto sobre los tipos de interés

La mezcla de mecanismos con distintos impactos sobre la oferta y la demanda de ahorro y las expectativas de inflación impide llegar a conclusiones inequívocas. Mientras que el menor crecimiento económico, la mayor esperanza de vida y el efecto «*stock* de ahorro» tienden a presionar los tipos a la baja, el efecto «flujo de ahorro» y la tracción entre crecimiento salarial e inflación los presionan al alza.

Una manera de dirimir el efecto neto sobre los tipos de interés es construir un modelo económico que contenga, como ingredientes, todas las fuerzas discutidas. Esto es lo que hacen estudios como los de Auclert *et al.* (2021),<sup>7</sup> FMI (2023)<sup>8</sup> o Lisack *et al.* (2017).<sup>9</sup> Y, según todos estos modelos, el envejecimiento poblacional redundará, en neto, en unos menores tipos de interés. Sin embargo, cada modelo tiene su matiz. Por un lado, el FMI considera que, como la transición demográfica está avanzada, su impacto sobre los tipos de interés en el futuro será moderado. En cambio, Lisack *et al.* (2017) enfatizan el canal de la esperanza de vida (que seguirá progresando) y todavía estiman una presión a la baja relevante sobre los tipos de interés en el horizonte 2040. En el mismo sentido, Auclert *et al.* (2021) resaltan el efecto «*stock* de ahorro» y proyectan una presión a la baja persistente en el horizonte hasta 2050. Un monográfico del propio BCE<sup>10</sup> también estima un impacto negativo persistente.

Con todo, estos resultados no están libres de incertidumbre.<sup>11</sup> Más allá de las particularidades de cada modelo, está la cuestión de cómo cambiará el comportamiento real de las personas. Por ejemplo, una mayor longevidad laboral suavizaría las presiones bajistas sobre los tipos de interés. Asimismo, la relación de U invertida entre tasa de ahorro y edad no deja de ser un postulado teórico, y de hecho no se cumple con la misma fortaleza ni en todos los países ni en todos los momentos del tiempo (compárese el caso más canónico de EE. UU., en el primer gráfico, con las desviaciones que presenta Italia, en el segundo). En definitiva, al igual que en el resto de los artículos de este Dossier, con los tipos de interés la clave vuelve a ser qué palancas se activarán para gestionar las fuerzas demográficas.

**Riqueza neta mediana por grupo de edad**  
(% de la mediana nacional)



**Nota:** La riqueza neta es la diferencia entre activos (incluidos los inmobiliarios y financieros) y pasivos totales.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Household Finance and Consumption Survey (Eurosistema).

5. Lisack, N., Sajedi, R. y Thwaites, G. (2017). «Demographic trends and the real interest rate», Bank of England Staff Working Paper.

6. Goodhart, C. A. E. y Pradhan, Manoj (2020). «The great demographic reversal», Economic Affairs, 40 (3).

7. Auclert, A. *et al.* (2021). «Demographics, wealth, and global imbalances in the twenty-first century», National Bureau of Economic Research Working Paper.

8. FMI (2023). «The natural rate of interest: drivers and implications for policy», capítulo 2 del World Economic Outlook de abril de 2023.

9. Véase la referencia de la nota al pie 5.

10. Brand, C., Bielecki, M. y Penalver, A. (2018). «The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy», ECB Occasional Paper.

11. Véase la discusión en un artículo previo, «El ciclo demográfico del ahorro y los tipos de interés», en el Dossier del IM11/2018.

## Conoce nuestras publicaciones:



### Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

Valoración de los principales indicadores macroeconómicos de España, Portugal, la eurozona, EE. UU. y China, y de las reuniones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal.



### Monitor de consumo

Análisis mensual de la evolución del consumo en España mediante técnicas *big data*, a partir del gasto con tarjetas emitidas por CaixaBank, del gasto de no clientes en TPV CaixaBank y de los reintegros en cajeros CaixaBank.



### Flash de divisas

Informe *flash* sobre la evolución del tipo de cambio del euro con las principales divisas: dólar estadounidense, libra esterlina, yen japonés y yuan chino. Ofrece un análisis técnico, estructural y predictivo.



### Informe Sectorial Inmobiliario 2S 2025

Se confirma que el sector inmobiliario español se encuentra en plena fase expansiva en 2025. La reactivación de la demanda se ha activado, pero la producción de vivienda nueva todavía no alcanza niveles suficientes para equilibrar el mercado. El déficit acumulado de vivienda es uno de los factores que explican las presiones sobre los precios, que continúan acelerándose y dificultan el acceso a la vivienda, especialmente en las zonas de mayor demanda.



### Informe Sectorial Turismo 2S 2025

El sector turístico español ha entrado en una nueva etapa de crecimiento más moderado tras los años de fuerte expansión a raíz de la recuperación pospandemia. En este contexto, la restauración mantiene su buena racha en 2025, con un crecimiento sólido del gasto, mientras que el turismo estadounidense muestra signos de desaceleración a causa de la incertidumbre económica.



### Observatorio Sectorial 1S 2025

La economía española mantiene el dinamismo en un contexto global más complejo y exhibe un número creciente de sectores de actividad en fase de expansión. En esta tesitura, los sectores más expuestos al nuevo giro proteccionista de EE. UU. tienen el potencial para redireccionar sus exportaciones hacia otros mercados mundiales, y las energías renovables pueden tener un papel estratégico en la competitividad industrial.

A través de nuestros estudios, contribuimos a estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en: [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

## Te recomendamos:



# Economía en tiempo real

Sigue la evolución de la economía española a través de nuestros indicadores en tiempo real.

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

Síguenos en:



[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)



Newsletter



CaixaBank



Pódcast

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

© CaixaBank, S.A., 2025

© Banco BPI, 2025

Diseño y producción: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)

Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

