

IM10

INFORME MENSUAL

NÚMERO 504 | OCTUBRE 2025



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS

Escenario para la economía internacional: repunte arancelario vs. tregua de incertidumbre

Los flujos de inversión en los tiempos de Trump 2.0

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Dimensión empresarial y brechas de productividad en la UE

El turismo europeo tras la pandemia: recuperación desigual y nuevos desafíos

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Nuevo escenario económico español: dinamismo en un entorno frágil

El sector turístico cierra una temporada alta con cifras sólidas

¿Qué regiones pueden verse más afectadas por los aranceles de Trump?

INFORME MENSUAL

Octubre 2025

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

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
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*

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/
<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research>
deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

6 de octubre de 2025

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIÓNES

7 MERCADOS FINANCIEROS

- 9 *Escenario para la economía internacional: repunte arancelario vs. tregua de incertidumbre*
 Rita Sánchez Soliva
- 11 *Los flujos de inversión en los tiempos de Trump 2.0*

14 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 16 *Dimensión empresarial y brechas de productividad en la UE*
 David Martínez Turégano
- 19 *El turismo europeo tras la pandemia: recuperación desigual y nuevos desafíos*
 David Martínez Turégano

23 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 25 *Nuevo escenario económico español: dinamismo en un entorno frágil*
 Oriol Carreras Baquer
- 27 *El sector turístico cierra una temporada alta con cifras sólidas*
 David Cesar Heymann
- 28 *¿Qué regiones pueden verse más afectadas por los aranceles de Trump?*
 Nuria Bustamante y Sergio Díaz

31 ECONOMÍA PORTUGUESA

Sorpresa, sorpresa...

Una vez más, la economía española vuelve a sorprender positivamente a propios y extraños. El INE, en su revisión anual de las series de contabilidad nacional, ha reestimado el crecimiento de los últimos años al alza. Así, en el 2T 2025, el PIB se situaba 0,5 p. p. por encima de lo estimado inicialmente. Además, crecía un 3,1% interanual, 0,3 p. p. más que en la estimación inicial. Esta información, combinada con el dinamismo que hemos seguido observando en el 3T, ha llevado a CaixaBank Research a revisar el crecimiento previsto para 2025 del 2,4% al 2,9%. Con solo tres meses para cerrar el año, parece difícil que el crecimiento se aleje del 3%.

De cumplirse este pronóstico, la economía española habrá crecido a un ritmo promedio del 3% desde que recuperó los niveles previos a la pandemia, en 2022. En cambio, los pronósticos de los analistas no eran tan optimistas. Las previsiones realizadas a principios de cada año apuntaban a un crecimiento del 1,5% en promedio. El error de previsión fue especialmente importante en 2024. A principios de año se esperaba un crecimiento del 1,3% y acabó siendo del 3,5%. En enero de este año, el consenso de analistas esperaba un crecimiento del 2,3% y todo apunta a que la sorpresa, o el error de previsión, volverá a ser remarcable.

Ello contrasta con el comportamiento del conjunto de la eurozona y del resto de las principales economías europeas. En general, se han comportado bastante en línea con lo esperado. El error de previsión a un año vista ha sido de 0,3 p. p. en promedio, un registro parecido al error que cometimos los analistas los años previos a la pandemia.

Más allá del complejo e incierto contexto internacional, la sorpresa seguramente se produce porque el crecimiento está siendo impulsado por factores difícilmente predecibles. Por un lado, la demografía. La población encadena tres años consecutivos creciendo al 1,0% anual. Como referencia, entre los años 2015 y 2019 el crecimiento fue del 0,3% en promedio. El crecimiento de la población se debe, sobre todo, al aumento de la población extranjera y con doble nacionalidad. En los últimos tres años, la población española ha caído a razón de 100.000 personas al año en promedio. Sin embargo, ello ha sido más que compensado por los flujos migratorios, lo que ha redundado en un crecimiento de la población de cerca de 500.000 personas al año de media. A más personas, más consumo, más actividad y también más capacidad para generar empleo. Desde 2023, cerca del 40% del aumento del empleo es de personas extranjeras. La otra cara de la moneda está en el sector inmobiliario. El fuerte aumento de la población no ha ido acompañado de un aumento suficiente de la oferta de vivienda, lo que presiona al alza los precios.

Otro factor que ha sorprendido en los últimos años ha sido el aumento de la productividad. El crecimiento del PIB por hora trabajada ha sido del 1,0% anual desde que se recuperó el nivel de actividad previo a la pandemia, el doble de lo que creció entre 2015 y 2019. No obstante, cabe remarcar que el crecimiento del PIB por ocupado ha sido más limitado. Gran parte del aumento del PIB por hora trabajada es resultado de la reducción de las horas trabajadas por trabajador. Para que el crecimiento de la productividad sea sostenible a medio y largo plazo, es importante que también mejore la productividad por persona empleada.

Finalmente, cabe destacar el dinamismo que también presenta la inversión. Precisamente, este es uno de los epígrafes que han sufrido una mayor revisión al alza en la reciente actualización de la contabilidad nacional realizada por el INE. En la serie anterior, se estimaba que la inversión se encontraba un 6,8% por encima de los niveles previos a la pandemia, mientras que en la nueva serie se sitúa un 11,4% por encima. Además, presenta un ritmo de crecimiento dinámico, del 5,1% interanual en el 2T 2025. La resiliencia de la inversión ante el incierto contexto internacional es remarcable. Seguramente, esta es una de las piezas clave para que la economía española pueda seguir creciendo de forma dinámica y equilibrada en los próximos años. Si la población sigue creciendo, la productividad laboral no afloja y el ciclo inversor se consolida, la economía española seguirá sorprendiendo positivamente y el año próximo podremos escribir otro editorial como este.

Oriol Aspachs
Octubre 2025

Cronología

SEPTIEMBRE 2025	
<p>9 El Tribunal Supremo de EE. UU. acepta estudiar por la vía rápida la legalidad de los aranceles de Trump.</p> <p>17 La Fed baja los tipos de interés en 25 p. b. al rango 4,00%-4,25%, tras nueve meses de pausa.</p>	<p>AGOSTO 2025</p> <p>5 Entran en vigor la mayoría de los aranceles recíprocos impuestos por EE. UU. a otros países.</p>
JULIO 2025	
<p>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.</p>	<p>JUNIO 2025</p> <p>5 El BCE recorta los tipos de interés en 25 p. b. y baja el tipo <i>depo</i> hasta el 2,0%.</p> <p>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).</p>
MAYO 2025	
<p>3 La OPEP aumenta la producción de crudo al tiempo que crecen las tensiones internas.</p> <p>28 Las dudas legales sobre los aranceles de la Administración Trump incrementan la incertidumbre sobre sus efectos globales.</p>	<p>ABRIL 2025</p> <p>2 <i>Liberation Day</i>: Trump anuncia un arancel universal del 10% y aranceles «recíprocos» superiores a 57 países.</p> <p>17 El BCE baja los tipos de interés en 25 p. b. y deja el tipo <i>depo</i> en el 2,25%.</p> <p>28 España y Portugal afectados por un masivo apagón que provoca graves disruptiones en ambos países.</p>

Agenda

OCTUBRE 2025	NOVIEMBRE 2025
<p>1 Portugal: empleo y desempleo (agosto). Portugal: deuda pública (agosto). Eurozona: avance del IPC (septiembre).</p> <p>2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).</p> <p>8 España: cuentas financieras (2T).</p> <p>10 Portugal: comercio internacional (agosto).</p> <p>20 China: PIB (3T).</p> <p>22 España: créditos, depósitos y morosidad (agosto).</p> <p>23-24 Consejo Europeo.</p> <p>24 España: encuesta de población activa (3T).</p> <p>27 Portugal: créditos y depósitos (septiembre).</p> <p>28-29 Comité de Mercado Abierto de la Fed.</p> <p>29 España: avance del PIB (3T).</p> <p>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.</p> <p>31 Portugal: ejecución presupuestaria (septiembre). Eurozona: avance del IPC (octubre).</p>	<p>3 Portugal: deuda pública (3T).</p> <p>4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).</p> <p>5 Portugal: empleo (3T).</p> <p>6 España: producción industrial (septiembre).</p> <p>13 Portugal: coste laboral (3T).</p> <p>14 Portugal: <i>rating</i> Moody's. Japón: PIB (3T).</p> <p>16-17 Comité de Mercado Abierto de la Fed.</p> <p>19 Portugal: balanza de pagos (septiembre).</p> <p>20 España: comercio exterior (septiembre).</p> <p>25 España: créditos, depósitos y morosidad (septiembre).</p> <p>27 Eurozona: índice de sentimiento económico (noviembre).</p> <p>28 España: avance del IPC (noviembre). España: <i>rating</i> DBRS. Portugal: desglose del PIB (3T). Portugal: avance del IPC (noviembre).</p>

Resiliencia económica e inversión en la era Trump

La actualización de los escenarios económicos por parte de los principales servicios de estudios en las últimas semanas refleja que la economía mundial mantiene una velocidad de crucero más intensa de lo previsto a principios de año, cuando la «tormenta Trump» amenazaba con desestabilizar una coyuntura económica expuesta a los vientos de la incertidumbre. De momento, las incipientes distorsiones sobre el crecimiento y la inflación causadas por el aumento de las barreras arancelarias se están viendo compensadas por el *boom* de la inversión impulsado por la IA en EE. UU., el aumento del gasto en defensa (y la aceleración del NGEU) en Europa, la resiliencia de las exportaciones chinas y la flexibilización de las condiciones monetarias globales. A todo lo anterior hay que añadir un precio del petróleo casi un 15% por debajo de los niveles de principios de año y el efecto riqueza propiciado por el buen comportamiento de las bolsas mundiales (+17%) y de otros activos financieros y reales en 2025 (oro, vivienda, etc.), pese a la inestabilidad que sigue presentando el escenario geopolítico en las últimas semanas (cierre de la Administración americana o dimisión del primer ministro francés).

Como resultado de todo lo anterior, ahora esperamos que la economía mundial crezca un 3,1% este año y el próximo (antes un 2,9%), impulsada por revisiones al alza en EE. UU. (del 1,3% al 1,8% en 2025) y China (del 4,2% al 4,6%), además de mejoras marginales en la eurozona (del 1,2% al 1,3%), con un comportamiento destacado de España (del 2,9% frente al 2,4% previsto anteriormente). La narrativa que apoya este buen desempeño de la actividad y de los mercados en los últimos meses es que, una vez estabilizado el riesgo arancelario, el ciclo inversor (IA + defensa + vivienda) puede tomar el relevo como motor de la actividad, después de un largo periodo de atonía desde la crisis financiera de 2008. De hecho, ya hemos visto en los datos de actividad del 2T recuperaciones destacadas de la formación bruta de capital fijo en países como España y EE. UU., a lo que puede contribuir en un futuro una situación financiera de los agentes privados muy favorable, después del largo proceso de desapalancamiento de la última década.

La esperanza es que este nuevo ciclo inversor puede proporcionar el salto necesario en la productividad para compensar las inexorables tendencias demográficas que afrontarán la mayoría de los países desarrollados en las próximas décadas, permitiendo revitalizar el crecimiento potencial. El riesgo es el de una burbuja de inversión (como ocurrió en España a principios de este siglo) en la parte relacionada con la IA. De hecho, en estos momentos, la economía de EE. UU. sigue creciendo de forma dinámica gracias a la inmensa inversión en este ámbito.

En este contexto de cambio y disruptión, es normal que los bancos centrales estén retomando la vieja estrategia de gestionar los riesgos del escenario, frente a la utilización de reglas discretionales de actuación (Taylor, etc.). Empezando por la Fed, cuya reciente bajada de los tipos de interés, más allá de presiones políticas, cabe interpretarla como una cobertura ante un posible debilitamiento adicional del mercado de trabajo, que, según Powell, se encuentra situado en un «equilibrio extraño», ante el ajuste simultáneo a la baja tanto de la oferta como de la demanda de trabajadores (*low hire, low fire*). Ello ha reducido de manera muy apreciable la creación de empleo necesaria para mantener la tasa de paro sin cambios. El problema es que la nueva política migratoria de la Administración Trump puede llevar el crecimiento de la población activa del 1% en 2024 al 0,2%-0,3% en 2027 y, para esa restricción de oferta adicional, tiene difícil respuesta la política monetaria. Así que, a partir de ahora, la política monetaria va a ser mucho más flexible para responder a los cambios de un escenario económico sujeto a una elevada volatilidad. Esa complejidad intrínseca del escenario introduce una elevada incertidumbre sobre cómo pueden evolucionar las relaciones estructurales entre crecimiento, empleo e inflación, lo que explicaría el amplio abanico que se ha abierto en las opiniones de los miembros del Consejo de la Fed (*dot plot*) sobre los niveles de tipos de interés neutrales o de equilibrio a largo plazo (desde un 2,5% hasta un 4%). Aunque en estos casos de visiones divergentes siempre hay que tener en cuenta la vieja máxima de Churchill: «Si pones a dos economistas en una habitación, obtendrás dos opiniones. A menos que uno de ellos sea Lord Keynes, en cuyo caso tendrás tres».

José Ramón Díez

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
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	3,50	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	3,57	3,10
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,30	3,10
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	3,50	3,50
Deuda pública 10 años	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,20	4,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	2,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	2,15	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,93	1,97
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	2,00	2,03
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	2,05	2,06
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	2,09	2,11
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,14	2,18
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	1,96	1,99
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,70	2,80
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,57	2,73
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,85	3,04
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	3,35	3,60
Prima de riesgo	11	164	85	98	68	65	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,09	2,21
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,49	2,68
Deuda pública 10 años	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	3,20	3,50
Prima de riesgo	19	314	82	63	46	50	70
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,19	1,20
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,88	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	173,00	168,00
PETRÓLEO							
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	54,8	54,4

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
CRECIMIENTO DEL PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,5	3,5	3,3	3,1	3,1
Países desarrollados	2,7	1,5	1,7	1,8	1,8	1,6	1,6
Estados Unidos	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	1,8	1,9
Eurozona	2,3	0,9	1,3	0,5	0,8	1,3	1,2
Alemania	1,6	1,3	0,4	-0,7	-0,5	0,2	1,1
Francia	2,3	1,0	0,7	1,6	1,1	0,6	0,7
Italia	1,5	-0,3	1,6	0,8	0,5	0,5	0,7
Portugal	1,5	0,4	1,5	3,1	2,1	1,6	2,0
España	3,6	0,7	0,7	2,5	3,5	2,9	2,1
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	1,3	1,2
Países emergentes y en desarrollo	6,3	4,9	3,1	4,7	4,3	4,2	4,0
China	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	4,6	4,0
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	0,8	1,4
Rusia	-	1,4	0,6	4,1	4,3	1,7	1,3
Turquía	5,5	4,5	6,3	6,6	3,3	3,2	2,9
Polonia	4,2	3,7	3,6	0,1	2,8	3,6	3,3
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	5,5	6,6	5,7	4,2	3,9
Países desarrollados	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,4	2,2
Estados Unidos	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	2,8	2,8
Eurozona	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,1	2,0
Alemania	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,2	2,1
Francia	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	1,1	1,7
Italia	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,8	1,7
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,3	2,1
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	3,4	2,5
Países emergentes y en desarrollo	6,9	5,5	6,8	8,0	7,7	5,3	4,9
China	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,0	1,2
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
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,7	0,0	0,0	1,7	3,0	3,1	2,4
Consumo de las AA. PP.	4,5	0,9	2,6	4,5	2,9	1,3	0,9
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,2	-0,7	5,9	3,6	5,3	3,3
Bienes de equipo	4,9	0,2	-2,7	2,6	1,9	8,6	3,3
Construcción	5,7	-2,6	-1,3	5,5	4,0	4,0	3,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,8	1,5	3,2	3,1	2,3
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,5	2,2	3,2	4,2	2,2
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	2,5	0,0	2,9	5,4	2,9
Producto interior bruto	3,6	0,7	0,7	2,5	3,5	2,9	2,1
Otras variables							
Empleo	3,2	-0,5	1,4	3,2	2,4	3,0	1,8
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	14,5	12,2	11,3	10,4	9,7
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	4,0	3,0
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,8	-0,2	0,6	2,7	3,1	2,3	2,5
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,2	0,2	1,4	3,7	4,2	3,4	3,6
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-7,1	-3,5	-3,1	-2,7	-2,5

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
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,8	0,5	1,2	2,3	3,0	2,8	2,1
Consumo de las AA. PP.	2,2	-0,3	2,0	1,8	1,5	1,3	1,1
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,7	2,9	6,0	3,8	2,7	4,9
Bienes de equipo	3,4	2,7	5,5	8,6	7,5	—	—
Construcción	-1,4	-2,4	2,6	4,5	2,7	—	—
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	1,9	2,2	2,9	3,1	2,5
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	3,6	4,2	3,1	0,8	2,7
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	4,0	2,3	4,8	4,0	3,6
Producto interior bruto	1,5	0,4	1,5	3,1	2,1	1,6	2,0
Otras variables							
Empleo	0,4	-0,4	1,1	2,3	1,2	2,3	0,9
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	2,3	2,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,8	-1,1	3,9	2,4	0,6	0,9
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	0,1	1,9	2,8	2,5	2,5
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,1	-3,0	1,3	0,5	-0,1	-1,2

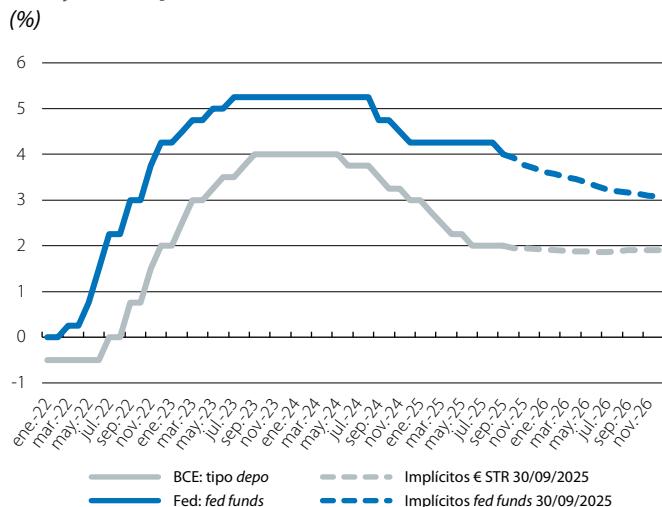
Previsiones

Los bancos centrales mueven el mercado en septiembre

Bancos centrales y tensiones geopolíticas marcan el sentimiento inversor. Septiembre ha sido un mes de transición en los mercados financieros, caracterizado por un aumento de la volatilidad y por movimientos relevantes en los activos de riesgo. Las decisiones de política monetaria, especialmente la reunión de la Reserva Federal de EE. UU., han marcado el tono del mes, junto con la adaptación a un nuevo contexto comercial con mayores aranceles. A ello se han sumado episodios de tensión geopolítica –como la entrada de drones rusos en territorio polaco, el shutdown federal en EE. UU. o la inestabilidad política en Francia–, que han contribuido a la volatilidad en los mercados. En este entorno, los inversores han ajustado sus expectativas sobre los próximos pasos de los bancos centrales, con mayor confianza en los recortes de la Fed y la estabilidad de los tipos del BCE, ajustes que, junto con la sensibilidad a los datos, han condicionado la evolución de las curvas de tipos, las divisas y las bolsas en el mes. Los inversores mantienen cautela ante un entorno que sigue siendo incierto, con especial atención a las próximas decisiones de los bancos centrales, el impacto de la subida arancelaria, la evolución de los indicadores económicos o el reto fiscal al que se enfrentan muchos países.

Recorte de la Fed y pausa por un tiempo prolongado en el BCE, aunque todo dependerá de los datos. En el mercado monetario, septiembre estuvo marcado por numerosas reuniones de política monetaria, pero el foco se centró en la Fed, que recortó los tipos de interés en 25 p. b., hasta el intervalo 4,00%-4,25%, en lo que supuso la primera bajada en nueve meses. Este movimiento refleja un cambio en la lectura del balance de riesgos entre los dos mandatos de la Fed. Según el presidente de la Fed, Jerome Powell, el enfriamiento del mercado laboral –visible en los datos y atribuido tanto a una menor demanda como a factores de oferta– ha ganado peso frente a los riesgos de inflación, que ahora se perciben como más contenidos. El recorte fue prácticamente unánime, aunque con divergencias sobre los próximos pasos, como muestra el *dot plot*, que refleja una elevada dispersión entre los miembros del FOMC. Powell subrayó que la política monetaria no sigue una senda prefijada y que las decisiones se tomarán reunión a reunión, en función de los datos. Las expectativas del mercado se han movido a lo largo del mes –como con la revisión al alza del PIB del 2T o los datos positivos que se han ido conociendo del 3T–, y al cierre de este informe los inversores descuentan cuatro bajadas de tipos hasta diciembre de 2026, lo que dejaría el *fed funds* en el 3,00%-3,25%. Por su parte, el BCE mantuvo los tipos (*depo* en el 2%), en una decisión esperada y unánime, y que estuvo acompañada de una visión relativamente positiva del escenario, con la inflación ya en el objetivo de medio plazo. Asimismo, el BCE siguió sin ofrecer orientación para la evolución de los tipos de interés en los próximos meses, reiterando que la política monetaria se reevaluará «reunión a reunión» y «según los datos». El mercado descuenta ahora estabilidad en los tipos para lo que resta de año y durante 2026. La presidenta Lagarde evitó pronunciarse sobre Francia, aunque recordó que el BCE tiene herramientas para garantizar la

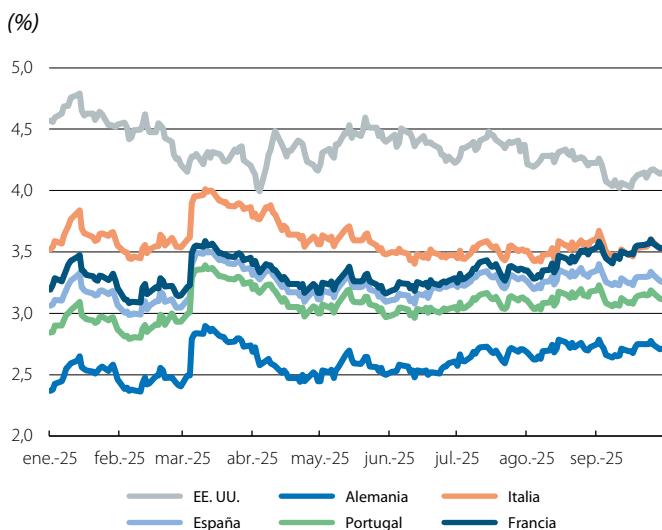
BCE y Fed: tipos de interés de referencia (%)



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

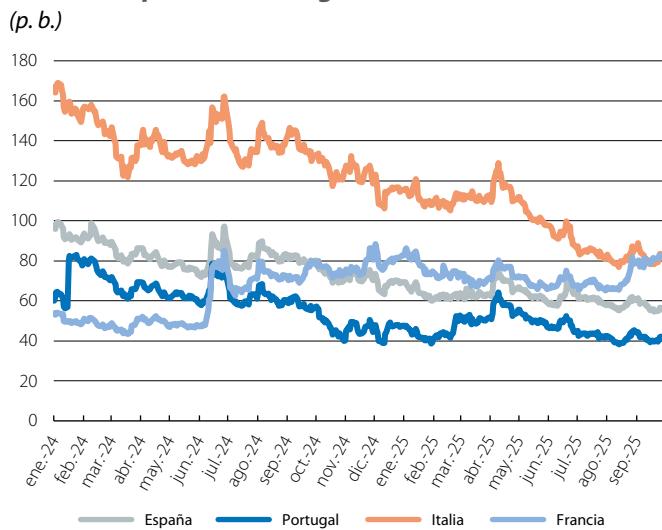
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE, de la Fed y de Bloomberg.

Rentabilidad del bono soberano a 10 años (%)



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

Eurozona: primas de riesgo (p. b.)



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

buenas transmisiones de la política monetaria a todas las jurisdicciones de la eurozona y que, en la activación de las compras de activos del programa TPI, hay una combinación de discrecionalidad y análisis (es necesaria una evaluación de las perspectivas fiscales, y no se debe responder a tensiones que estén justificadas por los fundamentos macroeconómicos del país).

Los tipos soberanos estadounidenses bajan de la mano de las expectativas de movimiento de la Fed. En renta fija, el mes se saldó con caídas de las rentabilidades de los *treasuries*, particularmente en el tramo largo de la curva, mientras que en la eurozona se produjo una subida en los tramos cortos, ya que en los largos se produjo una corrección generalizada, con la excepción de Francia, que volvió a ser foco de atención por la inestabilidad política tras el relevo en el Gobierno, con nuevas subidas de la prima de riesgo hasta asentarse alrededor de los 80 p. b. y con un ligero repunte de la rentabilidad del bono francés a 10 años respecto al cierre de agosto, hasta superar el 3,50%. Por otro lado, se han producido mejoras de la calificación crediticia de la deuda española durante septiembre por parte de las tres agencias de calificación (S&P a A+, Moody's a A3 y Fitch a A). Fitch también ha revisado la de Portugal de A- a A. Esto se ha reflejado en los bonos soberanos, con caídas de la rentabilidad en ambos países, así como el diferencial con el bono alemán a 10 años, a diferencia del aumento que se ha producido en Francia.

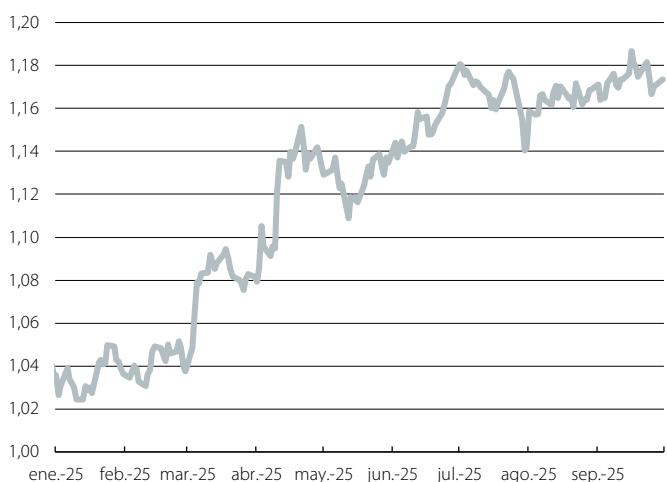
Apreciación del euro, con vaivenes. El euro vivió un septiembre de ida y vuelta, con una tendencia de apreciación frente al dólar en la primera mitad de mes, impulsado en parte por una lectura algo *hawkish* de la reunión del BCE y superando los 1,18. Posteriormente, cerró el trimestre en torno a 1,17 (+0,4%). El dólar, por su parte, recuperó terreno en la segunda mitad del mes, apoyado por favorables datos de crecimiento económico en EE. UU.

Mes positivo para las bolsas. Las bolsas mostraron una tendencia al alza, aunque hubo sesiones de correcciones –en algunos casos de varios días seguidos–, en sesiones de recogida de beneficios y repunte de las rentabilidades de los bonos. El IBEX 35 se mantuvo entre los índices más resistentes, aunque las subidas fueron generalizadas a ambos lados del Atlántico, con la excepción del DAX alemán, que cerró prácticamente plano respecto a agosto (-0,1%).

Volatilidad en el petróleo y nuevos máximos en el oro. En materias primas, el petróleo se mantuvo volátil, el barril de Brent repuntó hasta los 70 dólares, pero en la última parte del mes corrigió buena parte de la subida y cerró septiembre con una caída de casi el 2% respecto al mes anterior (hasta los 67 dólares). El desempeño se ha visto condicionado por el aumento de las tensiones geopolíticas (como los ataques de Ucrania a infraestructuras petroleras críticas rusas), las dudas sobre el exceso de oferta, un aumento de las existencias acumuladas en EE. UU., la reanudación de las exportaciones del norte de Irak o el anuncio del incremento de la producción de la OPEP+ (que ya ha devuelto al mercado los 2,2 millones de barriles por día recortados en 2023 y ahora encara la recuperación del segundo tramo de recortes de 2023, de 1,7 millones). El oro, por su parte, alcanzó nuevos máximos (superó los 3.850 dólares por onza), lo que ha seguido reforzando su papel de activo refugio en un entorno de elevada incertidumbre fiscal y económica, especialmente en EE. UU.

Tipo de cambio euro/dólar

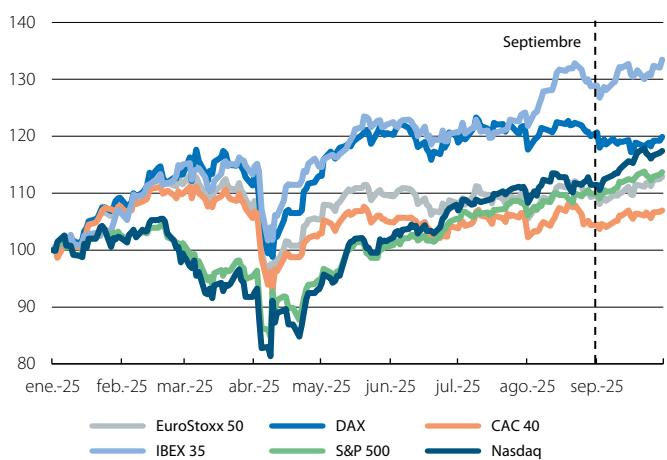
(Dólares por euro)



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

EE. UU. y eurozona: desempeño de los principales índices bursátiles

Índice (100 = 1/1/2025)

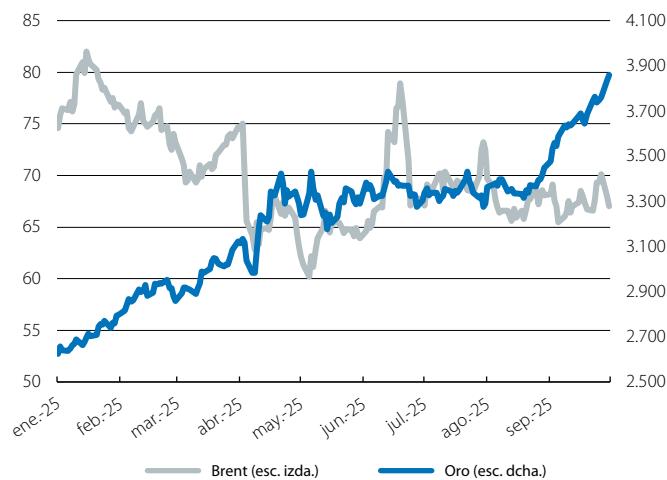


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Petróleo y oro en 2025

(Dólares por barril)

(Dólares por onza)



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

Escenario para la economía internacional: repunte arancelario vs. tregua de incertidumbre

La economía internacional empezó 2025 nublada por las amenazas arancelarias de EE. UU., la incertidumbre comercial y las tensiones geopolíticas, en una encrucijada ante la reorganización de las políticas económicas y estrategias geopolíticas.¹ Ello provocó un deterioro de las perspectivas y sacudió a los mercados financieros. ¿Cómo ha evolucionado el escenario desde entonces? ¿Hacia dónde se encamina la economía internacional en los próximos trimestres?

Punto de partida

En lo que va de año, el escenario se ha caracterizado por la volatilidad de los datos y la resiliencia de la economía internacional ante la incertidumbre. Inicialmente, la anticipación de nuevos aranceles por parte de EE. UU. generó un auge importador estadounidense y espolié las exportaciones de las otras grandes economías, un efecto que luego se deshizo y provocó vaivenes en los datos. Detrás de la volatilidad, las cifras de PIB han resistido mejor de lo previsto, con un factor común de apoyo en unos mercados laborales robustos y cierta recuperación del poder adquisitivo y la inversión que han favorecido una mejora de las expectativas económicas y del sentimiento inversor.

La mejora de las expectativas también se ha visto respaldada por una distensión de la incertidumbre. Y es que los distintos acuerdos comerciales de EE. UU. tienden a clarificar el panorama comercial en el que operará la economía mundial y ayudan a descartar escenarios extremos de tensión, al menos a corto plazo. Por el otro lado, sin embargo, la economía global deberá adaptarse a un nivel de aranceles significativamente más alto y la incertidumbre, aunque en retroceso, no se ha desvanecido (quedan negociaciones pendientes, como la de EE. UU.-China, dudas sobre la durabilidad de los acuerdos alcanzados, incertidumbres legales, etc.).

Claves, perspectivas y riesgos

En este nuevo punto de partida, el escenario contará con el apoyo de unos precios de la energía contenidos, gracias a un mercado de petróleo que sigue exhibiendo un exceso de oferta² y en el que se prevé un precio del Brent alrededor de los 65 dólares por barril, mientras que los futuros del gas apuntan a un precio del TTF europeo estable

PIB 2025: previsión del consenso de analistas

Variación anual (%)



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

Bolsa mundial: índice MSCI World

Índice (100 = 31 diciembre 2024)



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

alrededor de los 35 euros/MWh. Asimismo, la política monetaria dejará de ejercer lastre. En la eurozona, el BCE tiene sus tipos de interés en un nivel neutral del 2,00%, donde ni estimula ni restringe la actividad. Tras bajarlos en 100 p. b. entre febrero y junio, todo (incluso la propia comunicación del banco central y las cotizaciones de los mercados) sugiere que, con la inflación en el objetivo, el BCE preferirá mantener los tipos en los niveles actuales y se guardará la opción de moverlos solo ante cambios significativos del escenario. Por su parte, la Fed ha reanudado las bajadas de tipos al constatar un enfriamiento en la creación de empleo³ y un impacto moderado y gradual de

1. FMI (2025). «A Critical Juncture amid Policy Shifts», Informe de perspectivas económicas (World Economic Outlook) de primavera.

2. En un contexto de aumentos de producción tanto de la OPEP+ (que ya ha recuperado 2,2 millones de barriles diarios de los retirados en 2023) como de los otros productores y de un crecimiento más moderado de la demanda (especialmente en China e India).

3. Esto no ha tensionado una tasa de paro que, aunque ha subido, sigue en cotas bajas, posiblemente reflejo de un enfriamiento del mercado laboral tanto por el lado de la demanda como de la oferta.

los aranceles sobre la inflación, exhibiendo una sensibilidad al equilibrio de datos de empleo/inflación que hace prever un ritmo de recortes progresivos en los próximos trimestres.⁴ Por otro lado, también se espera que la actividad internacional mantenga el apoyo de una economía china que, a pesar de los aranceles y su persistente crisis inmobiliaria y debilidad de demanda doméstica, ha mostrado capacidad de resistencia en las exportaciones y la industria y también ha visto cómo el consenso de analistas mejoraba sus expectativas.

Así, nuestro escenario prevé que EE. UU. mantenga una actividad relativamente dinámica y que, con un enfriamiento «de normalización» del mercado laboral y espoleada por el tirón inversor relacionado con la IA y unas condiciones monetarias menos restrictivas, su PIB se acerque a crecimientos anuales del 2%. Esta mejora de perspectivas, sin embargo, sigue sujeta a riesgos bajistas, desde una inflación que se resiste al descenso final hacia el 2% hasta la digestión de unos déficits públicos que se prevén sostenidamente abultados, pasando por una transmisión de los aranceles a actividad e inflación que, hasta el momento, ha sido modesta.

En la eurozona, proyectamos un avance moderado de la actividad hacia crecimientos del PIB de un 0,2%-0,3% intertrimestral, empujados por la transmisión de la distensión monetaria ya realizada por el BCE, una reorientación de la política fiscal⁵ y una mejora de la confianza que podría espolear más el crecimiento si facilita que los hogares redirijan su elevada tasa de ahorro (15,2%) hacia el consumo. Por el lado del sector exterior, pese a la perspectiva de un euro más apreciado frente al dólar estadounidense (1,20 dólares en 2026), el tipo de cambio real efectivo se ha mostrado más estable, lo que, sumado a unos aranceles frente a EE. UU. menores que en otras jurisdicciones, puede ayudar (en términos relativos) a proteger las exportaciones. Con todo, el crecimiento de la eurozona seguirá caracterizado por una notable heterogeneidad entre países, destacando el vigor del PIB español, las dificultades estructurales de la industria alemana y la anemia de una Francia con las cuentas públicas en el foco de los inversores.

En conjunto, la resistencia exhibida por la actividad económica internacional, la reducción de la incertidumbre y la mejora de las proyecciones de crecimiento dibujan una

EE. UU.: arancel medio efectivo

(%)



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

G7: saldo público

(% del PIB)



Notas: * Año fiscal. ** Para Canadá, dato de 2021 en vez de 2020.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos (2019-2020) y previsiones (2025-2026) de Bloomberg.

mejora del escenario más inmediato. Sin embargo, esto no significa que la economía mundial haya salido de la encrucijada. La reorganización de las políticas económicas y las estrategias geopolíticas sigue su curso hacia un mundo sujeto a las tensiones geopolíticas y los riesgos de disruptión en las cadenas de suministros globales, además de factores que pueden alimentar las turbulencias financieras (como el empeoramiento de las cuentas públicas o el deterioro de la calidad institucional en grandes economías).

(Véase una versión extendida de este artículo en caixabankresearch.com)

4. Prevemos cuatro recortes más hasta finales de 2026 (fed funds en el 3,50%-3,75% a diciembre de 2025 y 3,00%-3,25% a diciembre de 2026).

5. Especialmente en Alemania, donde los planes de gasto en infraestructura y defensa han llevado al Gobierno a proyectar un aumento del déficit federal desde el 1,1% del PIB en 2024 al 3,3% en 2025 y el 4,2% en 2026. En Francia, la fragmentación parlamentaria y las dificultades consiguientes para aprobar presupuestos hacen prever que la reducción del déficit (5,8% en 2024) sea muy gradual. En las otras dos grandes economías, Italia y España, se prevé una disminución del déficit moderada pero que ya lo situaría por debajo del 3% en 2026 y 2025, respectivamente.

Los flujos de inversión en los tiempos de Trump 2.0

Trump sigue haciendo gala de una forma de legislar bastante disruptiva, que supone un punto de inflexión respecto a la estabilidad y previsibilidad de sus predecesores. La nueva Administración Trump viene defendiendo que el orden económico global vigente casi desde el final de la Segunda Guerra Mundial perjudica los intereses de EE. UU., por lo que hay que cambiarlo (*America First*). Este giro, que, principalmente, se está materializando con la imposición de elevados aranceles de forma generalizada y la reducción de sus compromisos en materia de seguridad y cooperación internacionales, hace que muchos se pregunten si podría minar los pilares que han sostenido durante los últimos 80 años el papel dominante del dólar.¹ En este proceso de «reajuste» de la geopolítica internacional, uno de los principales beneficiarios en términos de flujos de inversión podría ser la eurozona: ofrece un marco regulatorio estable, no hay dudas acerca de la independencia del BCE y los planes de aumento del gasto en defensa en Europa (plan *ReArm Europe*) y en infraestructuras en Alemania ofrecerán importantes oportunidades de inversión en los próximos años.

La eurozona como destino para la inversión extranjera

En los dos últimos años, una vez superado el parón en los flujos de capital tras el estallido de la guerra en Ucrania en 2022, se observa un renovado interés de los inversores extranjeros por los activos financieros de la eurozona, especialmente intenso en lo que va de 2025 en algunos activos, tal y como se aprecia en los datos de balanza de pagos que publica mensualmente el BCE. De hecho, en el acumulado del año hasta julio, las entradas en inversión directa (IDE) y en cartera (renta fija y variable) ascienden a más de 560.000 millones de euros (un 3,7% del PIB), un 30% más que en el mismo periodo de hace un año, y máximos desde 2015. Este resultado se ha apoyado en la reactivación en las entradas de capital en IDE, que en el año hasta julio ascendieron a 147.000 millones de euros, después de que las desinversiones en esta categoría alcanzaron los 15.000 millones de euros en todo 2024 y más de 350.000 millones de euros en el total de 2023.

En cuanto a las entradas en deuda y bolsa, mucho más sensibles en el corto plazo a cambios en el sentimiento del inversor, mostraron importantes salidas de inversión en abril, tras los anuncios de aranceles recíprocos en el *Liberation Day*, si bien posteriormente volvió a recuperarse el interés por los activos de la eurozona. Se aprecia que las entradas de capital en deuda parecen la opción favorita de los inversores, pese a un inicio de año bastante modesto, pues hasta julio las entradas de inversores extranjeros en

Eurozona: entradas de capital extranjero

(Miles de millones de euros)*

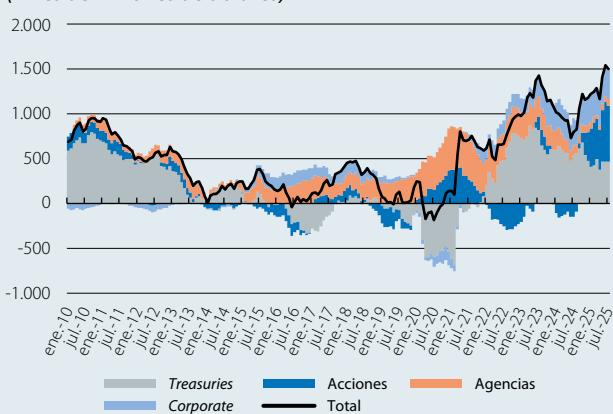


Nota: *Acumulado de 12 meses.

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

EE. UU.: entradas de capital extranjero

(Miles de millones de dólares)*



Nota: *Acumulado de 12 meses.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Tesoro de EE. UU.

esta categoría alcanzaron los 255.000 millones de euros, cerca de un 20% menos a las registradas en igual periodo de 2024. Respecto a las entradas en renta variable, con un comportamiento muy volátil en el año, se situaron, en el acumulado del año hasta julio, los 162.000 millones de euros, un 20% menos que en el mismo periodo del año pasado.

EE. UU. y su histórica necesidad del ahorro exterior

EE. UU. ha mostrado, tradicionalmente, una posición deficitaria en la balanza por cuenta corriente (por encima del 3,0% del PIB, en media de las dos últimas décadas), generada por la insuficiencia del ahorro para afrontar las necesidades de financiación (especialmente en el sector público), que ha podido financiarse gracias a una significativa entrada de capitales extranjeros. Aunque los aranceles buscan reducir estos desequilibrios, las perspectivas apuntan a que, al menos en los dos próximos años, el déficit de la balanza por cuenta corriente seguirá cerca del 3,0% del PIB.

1. Véase Obstfeld, M. (junio 2025). «The International Monetary and Financial System: A Fork in the Road». Andrew Crockett Memorial Lecture, Bank for International Settlements, 29 de junio.

Por tanto, sigue siendo vital que los capitales extranjeros sigan fluyendo hacia la economía de EE. UU. para financiar este déficit.

Para analizar la evolución de los flujos de capital hacia/desde EE. UU., usamos las estadísticas de flujos de capitales internacionales mensuales publicadas por el Tesoro americano. La desagregación por instrumento de inversión que ofrece la estadística del Tesoro no es exactamente igual a la que ofrece el BCE (no hay datos para la IDE), pero esto no impide hacer una comparativa de los flujos de inversión hacia ambas economías.

Los datos del Tesoro muestran que, si bien el aumento de incertidumbre provoca importantes salidas de capital (como en abril tras los anuncios del *Liberation Day*), los activos financieros estadounidenses no han perdido su atractivo para el inversor extranjero. De hecho, en lo que va de año hasta julio, los inversores extranjeros adquirieron activos financieros estadounidenses por 878.000 millones de dólares, frente a los 558.000 millones del mismo periodo del pasado año. La mayor parte de esta mejora descansa en la fuerte entrada de capitales en renta variable: 272.000 millones de dólares, frente a salidas superiores a los 37.000 millones sufridas en igual periodo de un año antes. Mientras, los *treasuries* siguen manteniendo su atractivo y registran hasta julio entradas por 376.000 millones de dólares, apenas un 4,0% por debajo de lo invertido el año previo. Conviene destacar que este mayor apetito por los activos financieros estadounidenses responde a los inversores privados (que representan casi el 80% de todas las posiciones), ya que los gobiernos y los bancos centrales están reduciendo significativamente sus tenencias de activos en dólares: hasta julio, el balance de entradas por inversores institucionales es prácticamente nulo, frente a entradas cercanas a 50.000 millones del año previo. Este comportamiento se enmarca en una tendencia observada en los últimos años y responde a la estrategia seguida por muchos bancos centrales (sobre todo de economías emergentes) para reducir su dependencia del dólar, al tiempo que aumentan posiciones en otras divisas, reforzando así su seguridad estratégica.

Conclusiones

Los datos muestran la elevada sensibilidad de los flujos de capitales a un aumento de la incertidumbre, lo que exige ser especialmente cautos para que estos movimientos de corto plazo no nos hagan perder la perspectiva. Analizando los acumulados de 12 meses, que ofrecen una idea más ajustada de las tendencias de fondo, se observa una sustancial reactivación de las entradas de capitales extranjeros en activos de la eurozona desde sus mínimos de finales de 2023, lo que ayuda a explicar la fuerte revalorización registrada por el euro: cerca de un 20% con el dólar y más de un 12% en términos efectivos nominales. Sin embargo, esta mayor preferencia por activos de la eurozona no se ha producido a costa de una menor demanda de activos financieros estadounidenses, que se encuentran casi en

Composición de las reservas internacionales

(% de las reservas asignadas totales del mundo)



Fuente: CaixaBank Research, a partir del datos del FMI proporcionados por Refinitiv.

máximos históricos, gracias a los inversores privados. De hecho, en las últimas dos décadas, gobiernos y bancos centrales, sobre todo en economías emergentes, están reduciendo su exposición al dólar en una estrategia para reducir su dependencia de la divisa estadounidense, reforzando así su seguridad estratégica y su soberanía financiera. Tanto es así que el dólar, pese a ser todavía la divisa predominante, no ha dejado de perder peso en las últimas dos décadas: actualmente, supone un 58% del total de reservas, frente a cerca del 72% en el 2000. En esta recomposición de carteras hacia otros activos, el oro está siendo el gran beneficiario: en 2024, los bancos centrales compraron oro por una cantidad que más que duplicaba el promedio anual de la década previa. De este modo, y en un contexto en el que el precio del oro no deja de batir récords, este representa ya casi el 20% del total de reservas oficiales a precios de mercado, casi alcanzando ya al euro, que representa en torno al 20%, porcentaje, además, en el que ha permanecido bastante estable en la última década.²

No obstante, diversos estudios muestran que las relaciones geopolíticas cada vez tienen más peso en las decisiones de inversión, y que el aumento de las tensiones geopolíticas llevan a una menor asignación de capital transfronterizo. Si este proceso de fragmentación va a más, podríamos asistir a largo plazo a un sistema financiero multipolar, en el que el dólar tendría que coexistir con otras divisas de influencia. No obstante, cualquier cambio en el liderazgo del dólar sería un proceso muy gradual, pero conviene tener presente estos riesgos en el actual contexto de reconfiguración de las relaciones y posibles conflictos entre las grandes potencias.³

Rita Sánchez Soliva

2. Véase BCE (2025). «The international role of the euro», junio.

3. Véase FMI (2023). «Informe de Estabilidad Financiera Global (GFSR)», capítulo *Geopolitics and Financial Fragmentation: Implications for Macro-Financial Stability*, abril.

Tipos de interés (%)

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,15	2,15	0	-100,0	-150,0
Euríbor 3 meses	2,03	2,06	-3	-68,2	-129,4
Euríbor 12 meses	2,19	2,12	7	-26,7	-57,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	1,94	1,90	4	-30,1	-55,8
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,02	1,94	8	-6,3	-5,7
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,71	2,72	-1	34,4	57,8
Deuda pública a 10 años (España)	3,26	3,33	-7	19,6	33,2
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,12	3,18	-6	26,9	41,6
EE. UU.					
Fed funds (límite inferior)	4,00	4,25	-25	-25,0	-75,0
SOFR 3 meses	3,98	4,17	-19	-32,9	-61,7
Deuda pública a 1 año	3,61	3,83	-22	-52,9	-30,8
Deuda pública a 2 años	3,61	3,62	-1	-63,3	4,9
Deuda pública a 10 años	4,15	4,23	-8	-41,9	40,0

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	56	55	1	-1,7	-1,6
Itraxx Financiero Sénior	60	59	1	-3,6	-5,6
Itraxx Financiero Subordinado	103	101	2	-9,6	-16,0

Tipos de cambio

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,173	1,169	0,4	13,3	5,1
EUR/JPY (yenes por euro)	173,530	171,860	1,0	6,6	9,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,873	0,866	0,8	5,5	4,6
USD/JPY (yenes por dólar)	147,900	147,050	0,6	-5,9	4,0

Materias primas

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	545,9	554,9	-1,6	1,7	1,4
Brent (\$/barril)	67,0	68,1	-1,6	-10,2	-6,9
Oro (\$/onza)	3.859,0	3.448,0	11,9	47,0	45,2

Renta variable

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	6.688,5	6.460,3	3,5	13,7	16,6
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.530,0	5.351,7	3,3	12,9	9,1
Ibex 35 (España)	15.475,0	14.935,8	3,6	33,5	29,3
PSI 20 (Portugal)	7.957,6	7.760,1	2,5	24,8	16,9
Nikkei 225 (Japón)	44.932,6	42.718,5	5,2	12,6	12,8
MSCI emergentes	1.346,1	1.258,4	7,0	25,2	14,6

Resiliencia y desafíos en la economía global

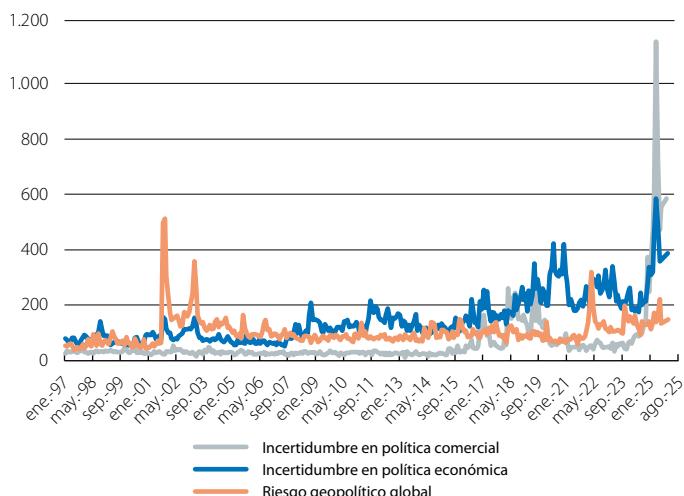
La economía mundial hace gala de una notable resiliencia, a pesar de toda la incertidumbre asociada a la política arancelaria de Trump. Así, en septiembre, el índice PMI de actividad empresarial se situó en los 52,4 puntos (50 marca el umbral de crecimientos positivos), y en el conjunto de julio, agosto y septiembre ha alcanzado máximos del año. Este buen resultado se explica tanto por la mejora en servicios como en manufacturas. En el conjunto del 3T, los datos de las principales economías internacionales exhibieron cierta mejora, lo que justifica que la OCDE haya revisado al alza, en 0,3 p. p., su previsión de crecimiento mundial para 2025 hasta un 3,2%. Sin embargo, persisten los riesgos para la economía global con las relaciones comerciales como uno de los principales retos. Los acuerdos del verano dejaron las «reglas del juego» más o menos definidas y reducen significativamente el riesgo de los escenarios más adversos, pero la incertidumbre no se ha disipado y no pueden descartarse nuevos cambios de posición por parte de EE. UU., lo que explica que los índices de incertidumbre comercial sigan muy elevados.

La eurozona cierra un 3T con crecimientos, de nuevo, muy modestos. Después de un 2T en el que apenas creció un 0,1% intertrimestral, reflejo de las caídas de Alemania e Italia (-0,3% y -0,1%, respectivamente) y con Francia creciendo únicamente por la acumulación de inventarios, los indicadores disponibles para el 3T no anticipan un repunte del crecimiento significativo en la eurozona. Así, el índice de actividad empresarial PMI subió en septiembre 0,2 puntos, hasta un nivel de 51,2, máximo de 16 meses, pero apenas por encima del umbral de 50, que marca crecimientos positivos, con una media para el 3T en 51,0, frente al 50,4 del 2T. Además, entre las grandes economías, se observan algunas divergencias. Alemania cierra el 3T con algo más de tono (el PMI ascendió en septiembre a 52,0), pero la debilidad en los componentes de pedidos enfrió el optimismo, como así advierte el descenso en septiembre del índice de confianza empresarial Ifo (hasta 87,7, siendo 100 el umbral de referencia). A pesar del importante plan en infraestructuras diseñado, que todavía no ha comenzado a implementarse, se suma un entorno comercial poco favorable, lo que explica la cautela con la economía alemana a corto plazo. Mientras, en Francia la actividad económica se ve condicionada por su frágil situación política y el PMI cayó en septiembre más de 1 punto, hasta los 48,1, encadenando 13 meses consecutivos por debajo del umbral de 50. La falta de apoyos para aprobar los nuevos presupuestos provocó la dimisión del primer ministro Lecornu, apenas un mes después de su nombramiento, lo que reitera el clima de incertidumbre política y dificulta las medidas para reducir el déficit fiscal desde el 5,6% del PIB previsto para este año.

En este contexto, la **inflación sigue prácticamente estable en torno al objetivo del BCE**: en septiembre, la general se situó en el 2,2%, con una núcleo que, por quinto mes consecutivo, repite en el 2,3%. Además, las expectativas de inflación de los agentes se mantienen bastante contenidas: pese a unos aranceles más elevados, en septiembre los empresarios de los sectores manufacturero, minorista y servicios siguen sin mostrar intención de elevar sustancialmente sus precios de venta, y los consumidores también confían en que los precios se mantengan relativamente estables.

Incertidumbre

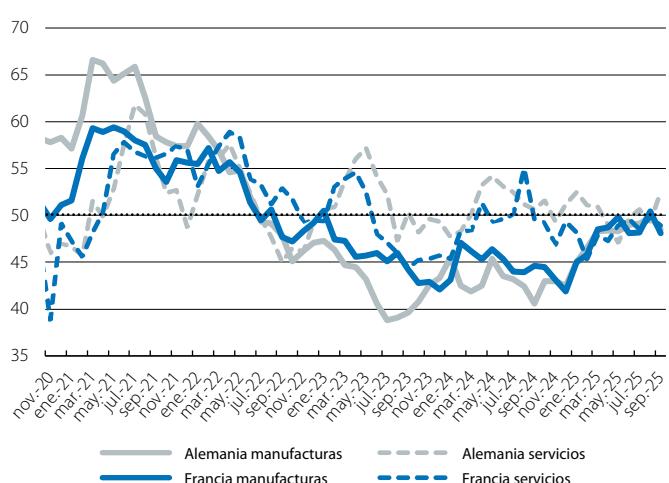
Índice



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de www.policyuncertainty.com.

Eurozona: PMI por componentes

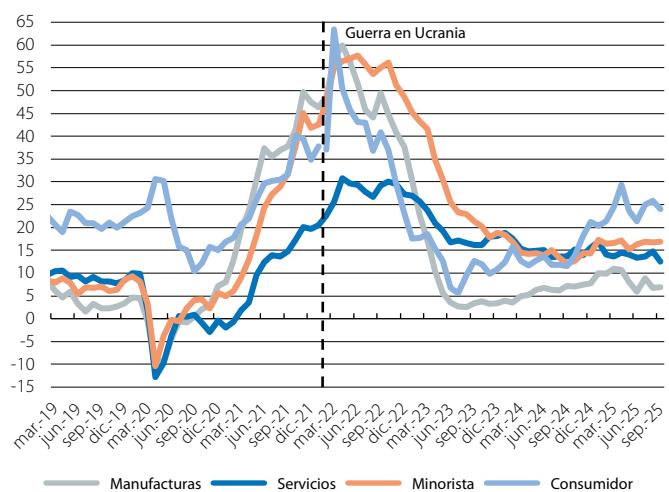
Índice (>50 expansión; <50 contracción)



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

Eurozona: expectativas de precios

(Balance de respuestas)



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

EE. UU. sigue sorprendiendo por su dinamismo, aunque se enfriá el mercado de trabajo. La economía estadounidense sigue mostrando pocas evidencias de impacto de la subida de aranceles. Para empezar, la revisión final del PIB arroja un crecimiento para el 2T del 0,95% intertrimestral, frente al 0,8% inicialmente publicado, gracias a un consumo privado que sigue robusto (+0,6%), apoyado por una inversión en capital fijo muy dinámica (1,1%) ante el empuje de las mayores inversiones relacionadas con las nuevas tecnologías y la IA (equipos informáticos +2,8% y software un 6,1%). Además, los últimos datos también apuntan a un 3T vigoroso. De hecho, en agosto, el consumo privado siguió tirando (las ventas minoristas volvieron a subir un 0,6% intermensual) y la producción industrial mantuvo el tono. Con todo ello, los *trackers* de PIB de la Fed de Nueva York y la Fed de Atlanta sugieren que el PIB habría avanzado un 0,6%-0,9% intertrimestral en el 3T.

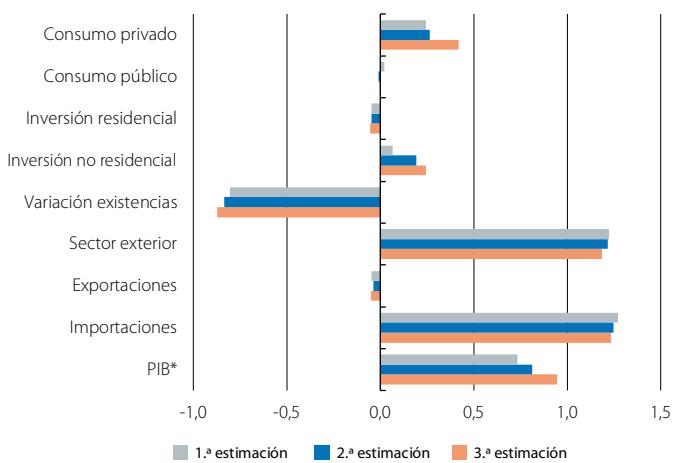
En este contexto de dinamismo económico, **la inflación sigue mostrando cierta resistencia a bajar**: en agosto, la general subió 0,2 p. p., hasta el 2,9%, con una núcleo que apenas repuntó 0,1 p. p., hasta el 3,1%. A pesar de que estas cifras siguen por encima de la referencia del 2%, los datos sugieren un impacto modesto de los aranceles hasta el momento, posiblemente porque las empresas están absorbiendo buena parte del aumento de costes que estos inducen. Sin embargo, los últimos datos de mercado de trabajo empiezan a dar señales de agotamiento. La revisión anual de la estadística arrojó casi 911.000 empleos menos en el periodo abril 2024-marzo 2025 de lo mostrado inicialmente y en agosto apenas se crearon 22.000 empleos, frente a una media superior de 100.000 empleos en los cuatro primeros meses del año, y con una tasa de paro que sube hasta el 4,3%, frente al 3,5% de inicio de año.

El Gobierno federal de EE. UU. afronta un cierre (shutdown) por la falta de acuerdo entre republicanos y demócratas para aprobar los presupuestos (el principal punto de fricción son los recortes de gasto en sanidad), el primero en siete años, a cierre de este informe. Esto implica que todos los servicios no esenciales se suspenden a la espera de un nuevo presupuesto. El impacto sobre el crecimiento dependerá del tiempo que dure, pero la evidencia histórica señala que suele ser bastante pequeño, sobre todo porque gran parte de las pérdidas causadas por el cierre se recuperan una vez que reabre. De hecho, el cierre parcial del Gobierno de cinco semanas entre 2018 y 2019, el más largo de la historia de EE. UU., tuvo un coste estimado por la Oficina del Presupuesto de unos 11.000 millones de dólares (apenas un 0,05% del PIB), pérdidas que se recuperaron en casi un 75% una vez que se retomó el funcionamiento normal del Gobierno.

China mantiene la debilidad de la demanda interna. Las ventas minoristas crecieron un 3,4% interanual, frente al 5,4% de media del 2T. Esta pérdida de empuje se prolongará en los próximos meses: el gasto de las familias se verá lastrado por el agotamiento del efecto de los incentivos fiscales, que habían estimulado la compra de bienes duraderos a comienzos de año. Por su parte, la producción industrial mantuvo ritmos de crecimiento resistentes, del 5,2% interanual, aunque 1 p. p. menos que la media del 2T, y en adelante se enfrenta al reto de un entorno exterior más exigente. De hecho, en agosto, las exportaciones chinas crecieron un 4,8% interanual (frente a un aumento del 7,4% interanual en el 2T), lastradas por el retroceso de casi un 33% interanual en las exportaciones a EE. UU.

EE. UU.: componentes del PIB 2T 2025

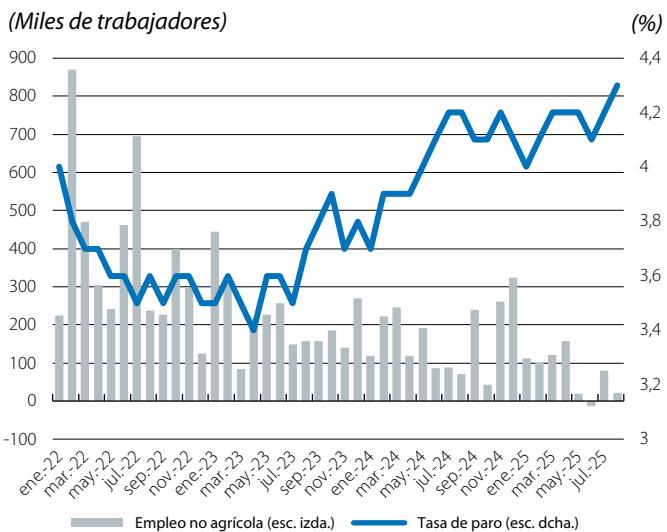
Contribución al crecimiento intertrimestral sin anualizar (p. p.)



Nota: * Variación intertrimestral sin anualizar (%).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

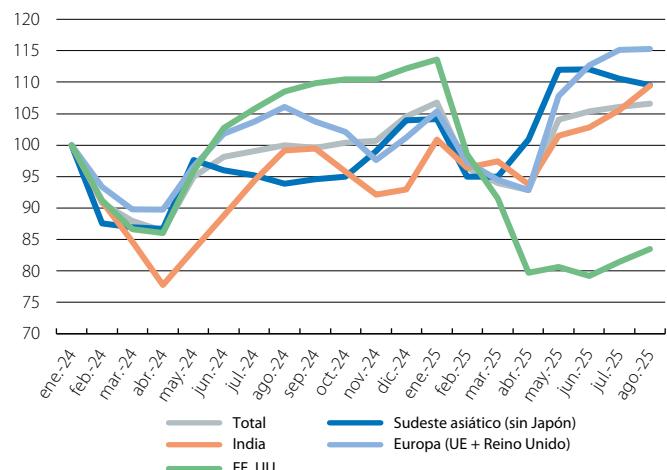
EE. UU.: mercado laboral



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

China: exportaciones de bienes*

(100 = enero 2024)



Nota: * Promedio de 3 meses.

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

Dimensión empresarial y brechas de productividad en la UE

La Comisión Europea propuso en mayo la definición de una nueva categoría empresarial según su dimensión, las denominadas *small mid-caps*. Estas empresas, con entre 250 y 750 trabajadores y una facturación anual de entre 50 y 150 millones de euros, se sitúan en la transición entre las medianas y las grandes. El objetivo es que puedan beneficiarse de una regulación más proporcionada que facilite el salto de escala en el tejido productivo europeo, una idea sobre la que el informe Draghi hizo hincapié para recuperar competitividad a escala global. La menor dimensión empresarial es especialmente acusada en algunos países de la UE, como Grecia, Italia, Portugal y España. En este artículo, nos centramos en la lectura que este hecho diferencial puede tener sobre las disparidades en productividad, con las que el tamaño empresarial guarda una relación positiva.

La asociación positiva entre tamaño y productividad

Las diferencias de productividad entre países pueden deberse bien a divergencias en las condiciones generales de eficiencia de una economía –como el marco institucional o legal–, bien a estructuras productivas con distintas características, ya sea a nivel sectorial o empresarial.¹ Mediante una sencilla descomposición estadística, podemos aproximar la contribución de cada uno de estos elementos a las diferencias de productividad entre países europeos y con el conjunto de la UE (véase el primer gráfico).² Así, por ejemplo, dentro de las cuatro grandes economías, Alemania y Francia muestran una caracterización similar: su productividad por persona empleada³ supera el promedio europeo gracias a una distribución concentrada en empresas de mayor tamaño que en el resto de la UE, aspecto asociado a una mayor productividad (véase el segundo gráfico).⁴

1. Véanse entre otras referencias: Bartelsman, E. J. y Doms, M. (2000), «Understanding productivity: Lessons from longitudinal microdata»; Melitz, M. J. (2003), «The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity», y Restuccia, D. y Rogerson, R. (2017), «The causes and costs of misallocation».

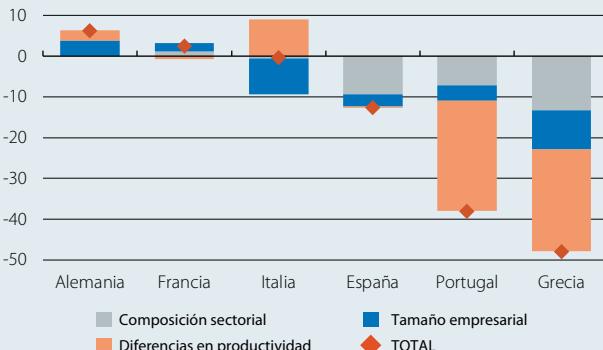
2. La productividad de un país puede expresarse como el promedio de la productividad en cada par sector-tamaño empresarial ponderado por el número de empleados en dicho par. De esta forma, la diferencia de productividad entre dos países puede descomponerse en la contribución de las diferencias en: i) el porcentaje de empleo por tamaño empresarial dentro de un sector, ii) el porcentaje de empleo por sector y iii) el nivel de productividad para cada par sector-tamaño empresarial. La formulación completa puede consultarse en el capítulo 7.2 en Bauer, P. et al. (2020), «Productivity in Europe: Trends and drivers in a service-based economy».

3. Según la definición de Eurostat, el número de personas empleadas de una empresa incluye los trabajadores por cuenta ajena, los propietarios y socios que trabajan, y los trabajadores familiares no remunerados.

4. El debate sobre la causalidad entre tamaño empresarial y productividad no está cerrado y pueden encontrarse referencias en ambas direcciones. Así, por ejemplo, el estudio de Moral-Benito, E. (2016), «Growing by learning: firm-level evidence on the size-productivity nexus» defiende para España que el bajo crecimiento de la productividad se encuentra detrás de una distribución sesgada a empresas de menor tamaño y no viceversa.

Productividad por persona empleada respecto a la UE en 2022

Descomposición en factores (%)



Notas: Datos en euros ajustados por paridad de poder adquisitivo. Cálculo sobre 16 secciones CNAE (el total de la economía menos sector agrario y Administraciones públicas).

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

Diferencial de productividad respecto a microempresas

(%)



Notas: Las microempresas cuentan con menos de 10 personas empleadas. Coeficientes obtenidos de una regresión lineal del logaritmo de la productividad por empleado de 2022 en euros ajustados por paridad de poder adquisitivo utilizando variables categóricas de país, sector y tipo de empresa por tamaño.

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

En cambio, este factor tiene una contribución negativa en España y, especialmente, en Italia. En el caso español, además, la composición sectorial también resulta desfavorable, mientras que en Italia el mayor peso de empresas más pequeñas (y menos productivas) se compensa con niveles generales de productividad superiores a la UE. Entre otros Estados miembros, destacan Portugal y Grecia, para los que los tres componentes –estructura sectorial, tamaño empresarial y eficiencia general– contribuyen de forma significativa a explicar una productividad notablemente inferior a la del promedio europeo.

Las empresas grandes y de manufacturas claves para la innovación

Una medida estándar de tamaño empresarial es la ratio entre el número de personas empleadas y el número total de empresas. Sin embargo, esta métrica introduce un sesgo considerable cuando la presencia de autónomos o microempresas en el tejido productivo es amplia y centra el foco en

la parte baja de la distribución. Una alternativa, consistente además con la descomposición previa de productividad, es calcular el tamaño medio ponderado por el porcentaje de personas empleadas en cada categoría, que nos acerca más a la capacidad productiva real de la economía. A modo de ejemplo, si una economía cuenta con 100 empresas de un trabajador y una empresa de 100 trabajadores, la primera medida nos daría una dimensión promedio de 1,98 y la segunda de 50,5; una diferencia sustancial.

Para los países antes analizados, el tamaño medio ponderado de las empresas en Francia es el más elevado con 750 personas empleadas, seguido a cierta distancia por Alemania con 530 y España con 400, mientras que no superan las 300 en Italia y Portugal; Grecia cierra con menos de 150 (véase el tercer gráfico). Las diferencias por sectores son también notables y presentan una dimensión sensiblemente superior al promedio los servicios administrativos y auxiliares, las actividades de transporte y logística, y los servicios de información y comunicación, mientras que el tamaño es en general inferior en empresas de construcción, hostelería y actividades profesionales y técnicas.⁵ En cuanto a la dispersión por países dentro de un mismo sector, las mayores diferencias se encuentran en los sectores de manufacturas y de servicios de transporte, con un tamaño promedio en Alemania y Francia que más que duplica los registros en los otros Estados miembros considerados. En estos casos parece que la mayor dimensión de estas economías permitiría explotar la importancia que tiene la escala en ambos sectores.

En el caso de las manufacturas, más allá de la asociación positiva entre tamaño y productividad que hacíamos antes, la divergencia en dimensión empresarial tiene también una lectura en términos de innovación y progreso tecnológico para el conjunto de la economía. Así, el porcentaje de valor añadido que dedican las empresas a gasto en investigación y desarrollo varía de forma sustancial según su tamaño, observándose los mayores saltos entre el segmento de microempresas y el de pequeñas empresas, así como entre el segmento de las medianas y las grandes (véase el cuarto gráfico). Para el conjunto de la UE, las empresas de mayor tamaño ejecutan dos tercios del gasto en I+D, con cerca del 80% de financiación proveniente del propio sector empresarial y con las actividades manufactureras como principal sector inversor (un 60% en la UE y por encima del 80% en Alemania).

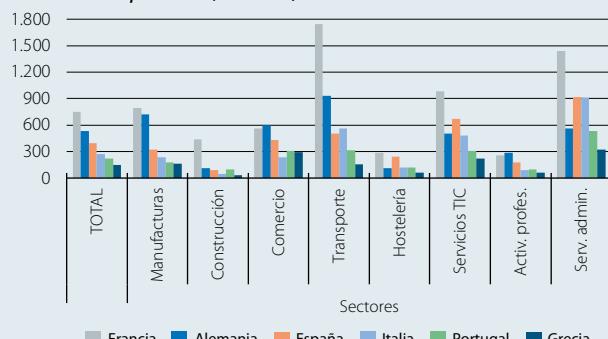
En busca de un buen equipamiento para escalar

La asociación positiva entre tamaño empresarial y productividad avalaría la reducción en la carga regulatoria propuesta en mayo por la Comisión Europea para facilitar el salto de escala en el tejido productivo, suavizando el efecto

5. Sobre las diferencias de tamaño empresarial medio por sectores, puede consultarse Berlingieri, G., Calligaris, S. y Criscuolo, C. (2018). «The productivity-wage premium: Does size still matter in a service economy?», AEA Papers and Proceedings.

Tamaño empresarial medio ponderado por sector en 2023

Personas empleadas (número)



Notas: Tamaño medio ponderado por el porcentaje de personas empleadas en cada tipo de empresa en un sector. Cinco tipos de empresa: de menos de 10 empleados, de 10 a 19, de 20 a 49, de 50 a 249 y de 250 y más. Los sectores se corresponden con secciones NACE. El total de la economía excluye el sector agrario y las Administraciones públicas.

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

UE: gasto en I+D por tamaño empresarial en 2021

(% del valor añadido)



Nota: Cálculo sobre el agregado para los 27 países miembros.

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

discreto que tienen las regulaciones en función de la dimensión de la compañía.⁶ Más allá de este elemento, y a la luz de las grandes diferencias que persisten entre Estados miembros y para el conjunto de la UE respecto a EE. UU., este paso debería complementarse con una batería adicional de medidas a nivel nacional y comunitario. Así, entre los factores que condicionan la distribución de empresas por tamaño, se ha señalado el papel significativo que juega el marco institucional, con la eficiencia judicial y gubernamental como factor especialmente favorable para aumentar la dimensión empresarial, en mayor medida en actividades innovadoras e intensivas en capital.⁷ En este sentido, los países con un mayor peso de las empresas de reducido tamaño presentan peores indicadores en aspectos como la calidad regulatoria o la protección de los derechos de pro-

6. Véase Guner, N., Ventura, G. y Xu, Y. (2008). «Macroeconomic implications of size-dependent policies», Review of Economic Dynamics, volumen 11, capítulo 4.

7. Véase Kumar, K. B., Rajan, R. G. y Zingales, L. (1999). «What determines firm size?», NBER, Working Paper 7208.

piedad.⁸ Por otro lado, a nivel comunitario, siguiendo el camino marcado por los informes Letta y Draghi, la Brújula de la Competitividad presentada en enero por la Comisión tiene entre sus grandes prioridades avanzar en una mayor integración del mercado único, incluidos los mercados de capitales.⁹ Al eliminar los obstáculos que condicionan su fragmentación, se favorece la actividad transfronteriza de

las empresas europeas y se facilita un salto de escala que para algunos sectores es crucial para competir globalmente. Detrás de este elemento, se encuentra también el debate que ya se ha iniciado en la UE sobre una posible revisión de las normas de competencia, en las que la discusión política buscará un difícil equilibrio entre eficiencia y bienestar.

David Martínez Turégano

8. Bauer, P. et al. (2020), «Productivity in Europe: Trends and drivers in a service-based economy», incluyen, en su capítulo 7.2, un análisis con múltiples variables institucionales y diferentes definiciones de tamaño empresarial.

9. Véase el Focus [«Una vuelta de tuerca en las prioridades políticas de la UE»](#) en el IM04/2025.

El turismo europeo tras la pandemia: recuperación desigual y nuevos desafíos

El sector turístico fue uno de los más afectados globalmente por la pandemia de COVID-19. De hecho, hoy en día, un buen número de países todavía no ha recuperado la afluencia de visitantes internacionales que tenía en 2019, principalmente en la región de Asia-Pacífico. En este difícil contexto sobresale el mejor comportamiento agregado de la demanda turística en la UE, si bien con una marcada heterogeneidad, en la que destaca la reactivación de las economías de la zona mediterránea frente a una demanda menos favorable en los países del este. Repasamos aquí la evolución reciente y los retos en un sector tan relevante para la economía europea.¹

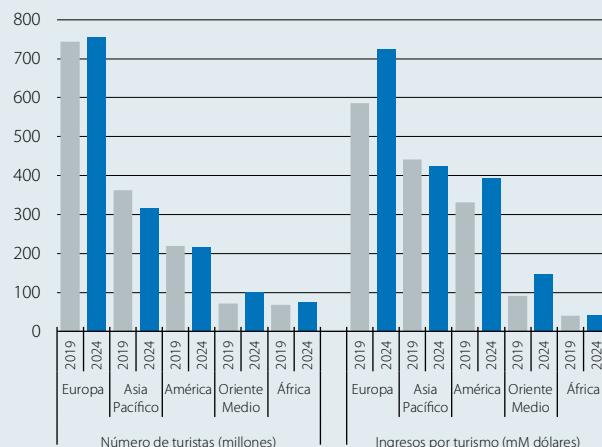
La demanda internacional toma el relevo del turismo doméstico en una carrera de obstáculos

El número de turistas internacionales recuperó en 2024 los niveles que había mostrado antes de la pandemia de COVID-19 (cerca de 1.500 millones en 2019, según la Organización Mundial del Turismo). Por regiones, el panorama es, sin embargo, más heterogéneo, con la zona Asia-Pacífico todavía un 12% por debajo de los niveles de 2019, mientras que Oriente Medio destaca con una cifra un 40% superior, beneficiada por su creciente oferta de negocios y eventos deportivos (véase el primer gráfico). En Europa, el número de turistas internacionales el pasado año superó en 12 millones los registrados en 2019 y muestra un incremento acumulado de los ingresos cercano al 25%, si bien este último es nominal y se explica en gran parte por la inflación en este periodo.

El segmento internacional del turismo fue el más afectado durante 2020 y 2021 por las restricciones a la movilidad. En la UE, tanto el número de personas como de pernoctaciones en establecimientos turísticos por parte de extranjeros colapsó un 70% respecto a 2019, y solo recuperó niveles previos a la pandemia en 2023 conforme la demanda terminaba de normalizarse en mercados relevantes como China (véase el segundo gráfico). Sin embargo, su reactivación no ha estado exenta de obstáculos, como la guerra en Ucrania, el encarecimiento del transporte aéreo y de los servicios de hostelería, y, de forma más reciente, por la afectación de vuelos derivada de la tensión en Oriente Medio y el incremento de la incertidumbre global. En comparación, la demanda nacional retrocedió un 30%-40% y ya en 2022 había recuperado niveles previos a la pandemia, si bien desde entonces ha mostrado un crecimiento moderado en un contexto en el

1. Según datos y metodología del Consejo Mundial de Viajes y Turismo, el sector turístico representaría en torno a un 10% del PIB europeo y cerca de 25 millones de empleos. Esta cifra incluye efectos directos, indirectos e inducidos.

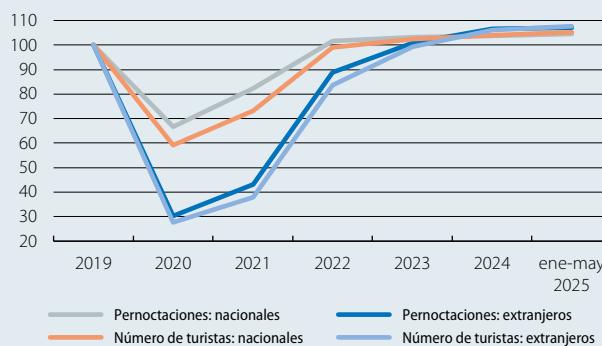
Turismo internacional por regiones de destino



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Organización Mundial del Turismo.

Alojamiento en establecimientos turísticos de la UE

Índice (100 = 2019)



Nota: El dato de enero a mayo de 2025 se calcula aplicando a la cifra anual de 2024 la variación interanual promedio para esos meses. Los establecimientos turísticos incluyen hoteles, apartamentos y campings.

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

que la pérdida acumulada de poder adquisitivo de los hogares europeos se ha empezado a corregir solo de forma reciente.

Más allá del caso español: la zona mediterránea lidera el impulso del turismo europeo

Las cifras agregadas para la UE ocultan una notable heterogeneidad en el grado de recuperación de la demanda turística internacional por Estado miembro. Así, frente a un nutrido grupo que muestra un incremento significativo de las pernoctaciones de extranjeros respecto a los niveles de 2019 –entre los que se encuentran la mayoría de los países de la zona mediterránea–, algunos estaban todavía en 2024 lejos de los niveles previos a la pandemia, especialmente Bulgaria y las repúblicas bálticas, con una elevada dependencia histórica del mercado ruso

(véase el tercer gráfico). Entre las grandes economías de la UE, la recuperación ha sobresalido en el caso de España (un 15% más de pernoctaciones de extranjeros en el último año respecto a 2019)² e Italia (12%), ambos destacan por su dinamismo en el contexto global del sector, mientras que el avance ha sido mucho más contenido en Francia y no se ha completado aún en el caso de Alemania.

La reactivación del turismo internacional en la zona mediterránea ha tenido un impacto macroeconómico significativo durante los últimos años y ha sido clave para que el PIB recuperara los niveles previos a la pandemia, contribuyendo a la creación de empleo y a la mejora de su balanza por cuenta corriente. Para el conjunto de estos países, su tradicional superávit exterior por servicios turísticos se situó en 2023 y 2024 por encima del 2% del PIB y superó el registro de 2019 (véase el cuarto gráfico). Por el contrario, el otro grupo que mostraba antes de la pandemia un saldo positivo –en el que destacan por volumen Austria, Hungría y Polonia– registró el año pasado unas exportaciones netas de turismo equivalentes al 0,8% del PIB, la mitad que en 2019.

¿Y ahora qué? Una nueva etapa para el turismo europeo

La Organización Mundial del Turismo prevé en 2025 un incremento del número de turistas internacionales entre el 3% y el 5%,³ mientras que las perspectivas a medio plazo también son favorables y continúan apoyadas en la combinación de una elevada elasticidad de demanda respecto a la renta y la expansión de las clases medias en los países emergentes.⁴ La materialización de este escenario estará condicionada en gran medida a que la actual incertidumbre económica y geopolítica global modere su intensidad, mientras que está por ver cómo la escalada de precios de los últimos años es compensada por una creciente preferencia de los consumidores por el ocio y los viajes en particular.

En la UE, el sector turístico emerge de los años de recuperación tras la pandemia con un saldo generalmente positivo y parece en disposición para aprovechar las buenas perspectivas de demanda global. Sin embargo, el panorama no es homogéneo ni está exento de retos. Las necesidades por países han ido adquiriendo matices más específicos frente a las soluciones globales planteadas en 2020 ante los efectos de la COVID-19. Hoy los debates recorren un amplio espectro, desde las dudas sobre la sostenibilidad de la demanda actual –allí donde ha crecido más en los últimos años o está más expuesta a los rigores del

2. Una radiografía detallada sobre tendencias del sector turístico en España se puede leer en el [Informe Sectorial de Turismo que CaixaBank Research](#) publica con frecuencia semestral.

3. Véase el Barómetro de Turismo Mundial publicado en mayo de este año.

4. Véase el artículo «[¿Qué nos dicen las elasticidades de la demanda turística internacional sobre el crecimiento del sector turístico en España?](#)» en el [Informe Sectorial de Turismo](#) del 1S/2025.

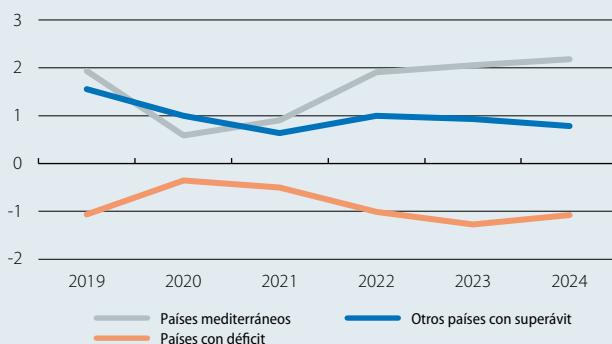
Pernoctaciones de extranjeros en establecimientos turísticos por países de la UE (% de 2019)



Notas: Dato de los últimos 12 meses hasta mayo de 2025 en porcentaje del valor para 2019. Los establecimientos turísticos incluyen hoteles, apartamentos y campings.

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

Balanza de pagos por servicios turísticos en la UE Saldo neto (% del PIB)



Notas: Los países mediterráneos incluyen Chipre, Croacia, Eslovenia, España, Francia, Grecia, Italia, Malta y Portugal. Otros países con superávit incluyen Austria, Bulgaria, la República Checa, Eslovaquia, Estonia, Hungría, Letonia, Luxemburgo y Polonia. Los países con déficit incluyen Alemania, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Irlanda, Lituania, Países Bajos, Rumanía y Suecia.

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

cambio climático – a aquellas zonas sacudidas por el conflicto bélico en Ucrania o los destinos con una oferta turística más vulnerable a la competencia global.

Con el objetivo de transformar el modelo turístico para mantener su competitividad, la Comisión Europea presentará en próximos meses la Estrategia de Turismo Sostenible, que incluirá, entre otras prioridades, la desestacionalización de la demanda, la diversificación de destinos, la mejora de la calidad del empleo y el mayor uso de datos (IA) para la gestión turística. Se unirá así a otras iniciativas que buscan dar respuesta a los desafíos del sector, como los objetivos de reducción de emisiones en el transporte o los requerimientos de certificación ambiental para alojamientos incluidos en el Pacto Verde Europeo, la armonización normativa para alquileres de corta duración aprobada en 2024 o la entrada en vigor de una nueva autorización digital de entrada a finales de 2026 para reforzar la seguridad en frontera.

David Martínez Turégano

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	07/25	08/25	09/25
Actividad									
PIB real	2,9	2,8	2,8	2,4	2,0	2,1	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,2	3,4	3,5	4,1	4,8	4,9	4,6	5,4	...
Confianza del consumidor (<i>valor</i>)	105,4	104,5	102,2	110,6	99,8	93,1	98,7	97,8	94,2
Producción industrial	0,2	-0,3	-0,4	-0,3	1,2	0,9	1,3	0,9	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (<i>valor</i>)	47,1	48,2	47,3	48,2	50,1	48,7	48,0	48,7	49,1
Viviendas iniciadas (<i>miles</i>)	1.421	1.371	1.338	1.387	1.401	1.354	1.429	1.307	...
Case-Shiller precio vivienda 2. ^a mano (<i>valor</i>)	312	330	332	336	340	338	337	...	...
Tasa de paro (% <i>pobl. activa</i>)	3,6	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	...
Tasa de empleo (% <i>pobl. > 16 años</i>)	60,3	60,1	60,0	59,9	60,0	59,8	59,6	59,6	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-3,0	-2,8	-2,9	-3,0	-3,5	-3,6	-3,5	...	...
Precios									
Inflación general	4,1	3,0	2,6	2,7	2,7	2,4	2,7	2,9	...
Inflación núcleo	4,8	3,4	3,2	3,3	3,1	2,8	3,1	3,1	...

JAPÓN

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
Actividad									
PIB real	1,2	0,1	0,8	1,2	1,7	1,7	–	–	–
Confianza del consumidor (<i>valor</i>)	35,1	37,2	36,9	36,1	34,7	32,8	33,7	34,9	35,3
Producción industrial	-1,4	-3,0	-1,8	-2,5	2,5	0,8	-0,4	0,4	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (<i>valor</i>)	7,0	12,8	13,0	14,0	12,0	13,0	–	–	–
Tasa de paro (% <i>pobl. activa</i>)	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,3	...	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-3,0	-1,1	-1,1	-1,0	-0,9	-0,7	-0,6	...	...
Precios									
Inflación general	3,3	2,7	2,8	2,9	3,8	3,4	3,0	2,7	...
Inflación subyacente	3,9	2,4	2,0	2,3	2,7	3,2	3,4	3,3	...

CHINA

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
Actividad									
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	3,7	3,4	...
Producción industrial	4,6	5,6	5,0	5,6	6,8	6,2	5,7	5,2	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	49,8	49,4	50,2	49,9	49,4	49,3	49,4	49,8
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	865	997	898	997	1.086	1.146	1.159	1.169	...
Exportaciones	-5,1	4,6	5,4	10,0	5,7	6,0	7,1	4,3	...
Importaciones	-5,5	1,0	2,1	-1,8	-6,9	-0,9	4,1	1,3	...
Precios									
Inflación general	0,2	0,2	0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,4	...
Tipo de interés de referencia ³	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	7,1

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 & 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	07/25	08/25	09/25
Ventas al por menor (variación interanual)	-1,9	1,2	2,1	2,2	2,0	2,7	2,2	...	...
Producción industrial (variación interanual)	-1,6	-3,0	-1,8	-1,6	1,5	1,4	1,8	...	...
Confianza del consumidor	-17,4	-14,0	-13,0	-13,5	-14,1	-15,7	-14,7	-15,5	-14,9
Sentimiento económico	96,2	95,7	96,0	95,1	95,5	94,4	95,8	95,3	95,5
PMI manufacturas	45,0	45,9	45,5	45,4	47,6	49,3	49,8	50,7	49,8
PMI servicios	51,2	51,5	52,1	50,9	51,0	50,1	51,0	50,5	51,3
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,4	1,2	1,0	0,8	0,7	0,6	-	-	-
Tasa de paro (%) pobl. activa)	6,6	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	6,3	...
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	7,4	7,5	7,5	7,5	...
Italia (% pobl. activa)	7,7	6,6	6,3	6,2	6,3	6,3	5,9	6,0	...
PIB real (variación interanual)	0,5	0,8	0,9	1,3	1,6	1,5	-	-	-
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	07/25	08/25	09/25
General	5,5	2,4	2,2	2,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,2
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	07/25	08/25	09/25
Saldo corriente	2,0	3,3	3,4	3,3	3,0	3,6	5,3	...	...
Alemania	5,5	5,8	6,3	5,8	5,4	6,6	9,7	...	...
Francia	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,3	-0,7	...	...
Italia	0,1	1,1	0,9	1,1	1,1	1,6	2,6	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,7	95,0	95,5	94,2	93,5	96,8	98,4	98,3	98,7

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	07/25	08/25	09/25
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	2,7	0,8	1,0	1,4	2,2	2,6	2,8	3,0	...
Crédito a hogares ^{2,3}	1,7	0,5	0,5	0,9	1,5	2,1	2,4	2,5	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	4,6	4,9	4,9	4,4	3,9	3,4	3,3	3,1	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	4,4	4,6	4,7	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	-8,5	-3,9	-2,5	1,2	3,6	5,3	5,6	5,6	...
Otros depósitos a corto plazo	21,1	12,3	10,5	6,0	2,3	-0,1	-0,8	-1,4	...
Instrumentos negociables	20,3	20,3	22,1	18,6	15,7	10,4	6,1	2,6	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,7	3,0	3,0	2,6	2,2	1,9	1,7	1,7	...

Notas: 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 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.

La economía española desafía al entorno global y sorprende al alza

La economía española sigue mostrando un notable dinamismo, con un comportamiento mejor del que se preveía, impulsada por la demanda interna (tanto consumo privado como inversión), gracias, entre otros factores, a una sólida situación financiera de familias y empresas, unas condiciones de financiación favorables, la normalización de la inflación y la fortaleza del mercado laboral.

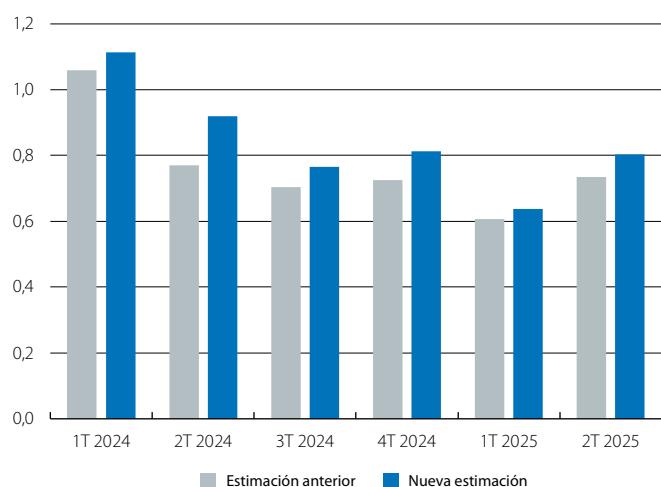
Este buen desempeño ha superado las expectativas iniciales y ha incluso compensado el impacto negativo de un aumento mayor al previsto de los aranceles de EE. UU. Además, el INE ha revisado al alza sus estimaciones previas de PIB, elevando su nivel un 0,5% y el crecimiento para el año 2024 al 3,5%, desde el 3,2% anterior, lo que introduce un efecto arrastre positivo en las previsiones. Como resultado, hemos ajustado la previsión de crecimiento del PIB para 2025 al 2,9%, 5 décimas más que en la anterior estimación, y al 2,1% para 2026, 1 décima más que antes (véase el Focus «[Nuevo escenario económico español: dinamismo en un entorno frágil](#)» en este mismo informe).

La revisión estadística del INE mejora el punto de partida. El INE ha elevado el crecimiento intertrimestral del PIB del 2T 2025 en 0,1 p. p., hasta el 0,8%, frente al 0,6% del trimestre anterior, lo que supone que la economía española fue incluso capaz de intensificar su ritmo de crecimiento en un entorno global poco propicio. Además, en las nuevas estimaciones, el INE también revisa al alza los crecimientos trimestrales de la mayor parte de 2024. Con la nueva fotografía, la demanda interna se sitúa un 9,0% por encima del nivel del 4T 2019, frente al 8,3% estimado anteriormente, impulsada, principalmente, por la inversión, que se encuentra ahora un 11,4% por encima del nivel prepandemia, en lugar de un 6,8%; ello es fruto de la fuerte revisión de la inversión en construcción no residencial, que pasa de estar un 0,5% por debajo a un 9,4% por encima.

La actividad prolonga su dinamismo en el 3T 2025, con los PMI afianzados en zona expansiva, el turismo marcando máximos y el empleo creciendo a buen ritmo. El PMI del sector servicios ha aumentado hasta situarse en 54,2 puntos de media en el 3T, 2 puntos más que en el trimestre anterior, apoyado en la fortaleza de la demanda, especialmente de las actividades comerciales, que, a su vez, se ven impulsadas por un sector turístico que, si bien normaliza el ritmo de crecimiento, sigue marcando máximos. En este sentido, en julio-agosto llegaron a nuestro país 22,3 millones de turistas extranjeros que gastaron 32.842 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 2,3% y el 6,4% interanual, respectivamente (véase el Focus «[El sector turístico cierra una temporada alta con cifras sólidas](#)» en este mismo informe). En cuanto a la industria, el índice PMI del sector manufacturero se sitúa en el promedio de julio-septiembre en 52,6 puntos (50,0 en el 2T); tras el convulso contexto internacional de los meses anteriores, tanto la producción como los nuevos pedidos mejoran en un contexto de fortalecimiento de las expectativas. Por su parte, el mercado laboral continúa siendo uno de los pilares del crecimiento, y la afiliación a la Seguridad Social avanza a un ritmo interanual del 2,4% a septiembre, es decir, 500.000 trabajadores más que hace un año.

España: PIB

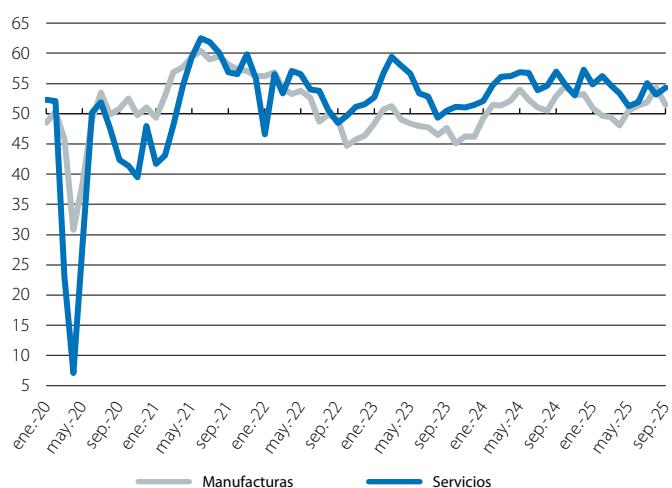
Variación intertrimestral (%)



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

España: PMI

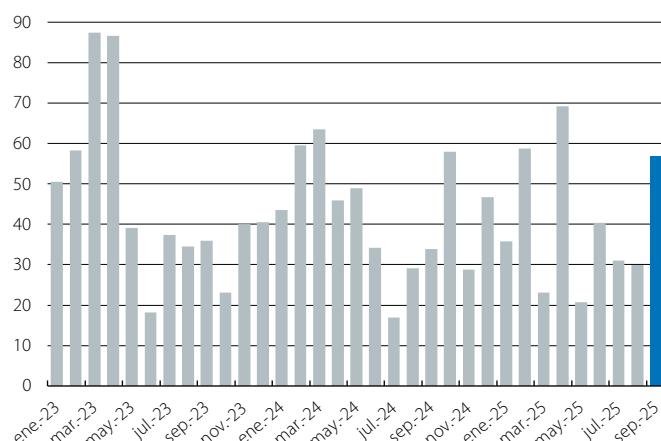
Índice (>50 expansión; <50 contracción)



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

España: afiliados a la Seguridad Social

Variación intermensual (miles)



Nota: Serie desestacionalizada.

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

Esta fortaleza que viene anotando el mercado laboral se ha traducido en un notable ritmo de crecimiento de la renta bruta disponible (RBD) de los hogares, que en el 2T creció un 6,0% interanual, impulsada por un avance de la remuneración de los asalariados del 7,0%, y ligeramente por encima del aumento del gasto de las familias (5,9%). De este modo, la tasa de ahorro, en términos acumulados de los últimos cuatro trimestres, aumenta hasta el 12,8% de la RBD, frente al 12,6% del trimestre anterior, un registro que se mantiene muy por encima del promedio de 2015-2019 (7,2%), lo que fortalece la capacidad futura de gasto de las familias.

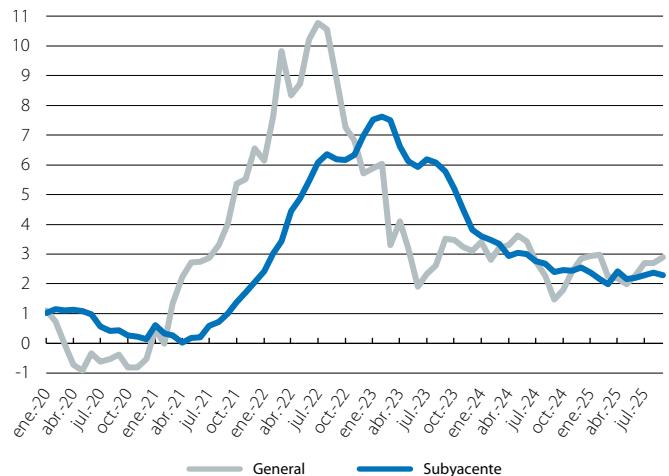
Por el lado del consumo, los indicadores más recientes apuntan a una moderación de sus ritmos de avance, tras un 2T muy dinámico. Así, el indicador de CaixaBank Research muestra un crecimiento del 2,7% interanual en el 3T de la actividad de tarjetas españolas, frente al ritmo del 4,3% del trimestre anterior, si bien con un perfil de menos a más a lo largo del trimestre. Mejores señales transmiten las matriculaciones de turismos, cuyo crecimiento se acelera en el 3T hasta el 16,9% interanual (13,7% anterior), el más intenso desde el 1T 2023, mientras que en términos anualizados las matriculaciones superan los 1,1 millones de unidades, la cifra más alta desde antes del estallido de la pandemia.

Las presiones inflacionistas están contenidas. Según el indicador adelantado del IPC, la inflación general subió 2 décimas en septiembre hasta situarse en el 2,9%, la tasa más alta desde febrero, pero ello fue debido a un efecto base en los carburantes y la electricidad, ya que sus precios bajaron menos que en septiembre de 2024; de hecho, la inflación subyacente, que excluye energía y alimentos no elaborados, descendió 1 décima hasta el 2,3%. Es probable que el repunte de la inflación iniciado en mayo haya llegado a su fin y para los próximos meses, en línea con la contención en los precios de la energía y los alimentos frescos que anticipan los mercados, prevemos una senda descendente de la inflación hasta cerrar el año cerca del 2%.

El mercado de la vivienda sigue pujante. Las compraventas volvieron a aumentar con fuerza en julio (13,7% interanual) y registraron un crecimiento generalizado entre regiones y por tipo de vivienda, siendo la demanda de vivienda nueva (22,3%) más dinámica que la usada (11,6%). El balance en lo que va de año muestra un mercado residencial muy dinámico, donde las transacciones crecen un 19% y superan las 422.200 operaciones, lo que supone los siete primeros meses de más actividad desde 2007. Una política monetaria más acomodaticia, el buen momento económico, la fortaleza del mercado laboral y el crecimiento demográfico explican esta pujanza de la demanda de vivienda frente a una oferta que, si bien se ha reactivado, resulta insuficiente. En los últimos 12 meses hasta mayo, se han visado 132.000 viviendas nuevas, frente a un ritmo de creación de hogares superior a los 190.000, según la Estadística Continua de Población. En este contexto de desequilibrio entre oferta y demanda, los principales indicadores de precios de la vivienda siguen creciendo de forma notable, como es el caso del valor de tasación de la vivienda libre publicado por el Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana (3,0% intertrimestral en el 2T vs. 3,1% en el 1T) o el precio de la vivienda del INE (4,0% intertrimestral vs. 3,5% en el 1T).

España: evolución del IPC

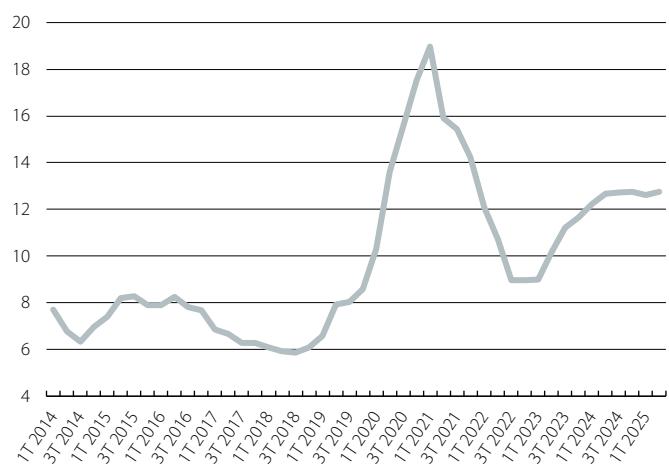
Variación interanual (%)



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

España: tasa de ahorro de los hogares

(% sobre la renta bruta disponible)

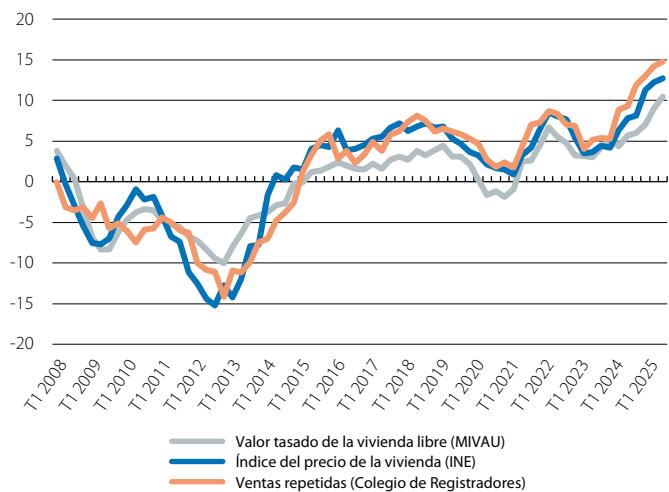


Nota: Datos acumulados de cuatro trimestres.

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

España: precio de la vivienda

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, del MIVAU y del Colegio de Registradores.

Nuevo escenario económico español: dinamismo en un entorno frágil

La economía parte de una posición mejor de la esperada

La economía española ha sorprendido positivamente en la primera mitad de 2025. El PIB creció un 0,6% en el 1T y aceleró hasta el 0,8% en el 2T, superando las previsiones iniciales del 0,5%. Además, el crecimiento ha sido equilibrado y saludable, impulsado tanto por la inversión como por el consumo privado. Este buen desempeño cobra aún más relevancia si consideramos el contexto internacional, marcado por el aumento de las tensiones comerciales con EE. UU. y la incertidumbre asociada.

Los primeros datos del 3T apuntan a que la actividad económica mantiene un buen ritmo. Aunque el crecimiento del empleo es algo más moderado que en el trimestre anterior, sigue siendo significativo, con un avance del 0,4% intertrimestral en julio y agosto. El PMI compuesto ha mejorado notablemente y la temporada turística ha evolucionado algo mejor de lo esperado.¹ La única nota menos positiva proviene del [Monitor de Consumo de CaixaBank Research](#), que muestra una desaceleración en el crecimiento interanual del consumo: un 2,7% con datos hasta la tercera semana de septiembre, frente al 4,3% del 2T. A pesar de ello, la valoración general de los indicadores es positiva y se prevé un crecimiento del 0,6% intertrimestral en el 3T, 0,1 p. p. más que lo estimado anteriormente.

Claves del nuevo escenario

Todo apunta a que la economía española mantendrá un ritmo de crecimiento dinámico los próximos trimestres, apoyada en la reducción de los tipos de interés por parte del BCE, un precio de la energía en cotas moderadas y el mantenimiento de unos flujos de inmigración relativamente elevados. En este contexto, el consumo privado y la inversión probablemente se consolidarán como los motores del crecimiento.

Respecto al BCE, la inflación en la eurozona ya ha alcanzado el objetivo del 2% y no se prevén grandes cambios en su evolución, por lo que todo apunta a que los tipos se mantendrán alrededor del 2%, un nivel claramente inferior al de los últimos años. El mercado solo contempla la posibilidad de una última bajada, que situaría el tipo *depo* en el 1,75% en 2026, para luego volver al 2% en 2027, o bien que el BCE mantenga el tipo *depo* en el 2% durante lo que resta de 2025 y todo 2026. En cualquier caso, la economía española seguirá beneficiándose en lo que queda de año y en 2026 del ciclo de bajadas de tipos.

En segundo lugar, las previsiones sobre el precio del petróleo apuntan a un ligero descenso en lo que queda de año: tras rondar los 68 dólares/barril en septiembre, el Brent bajaría a 65 dólares/barril en diciembre de 2025 y se mantendría en torno a ese nivel durante 2026. Así, el precio del petróleo se consolidaría en niveles más bajos que los registrados los últimos años, lo que seguirá impulsando el crecimiento.

En cuanto a los mercados exteriores, se ha revisado ligeramente al alza el crecimiento previsto para la economía mundial en 2025, del 2,9% al 3,1%, y el de la eurozona para 2025 y 2026, en 0,1 p. p., hasta el 1,3% y el 1,2%, respectivamente. Esta mejora responde principalmente a que los datos de crecimiento en el 1T y en el 2T fueron mejores de lo esperado. Sin embargo, el ritmo de crecimiento de nuestro principal socio comercial sigue siendo modesto, lo que apunta a que las exportaciones españolas mantendrán un avance contenido.

Perspectivas

En los últimos trimestres, la resiliencia de la economía española ante el contexto internacional adverso ha sorprendido positivamente. Además, el INE ha revisado al alza el perfil de crecimiento de los últimos años y, especialmente, el de los últimos trimestres. Todo ello nos lleva a revisar al alza la previsión de crecimiento de este año, del 2,4% previsto en el escenario anterior, al 2,9%. Para 2026, seguimos esperando cierta desaceleración en el ritmo de crecimiento, pero revisamos la previsión en 0,1 p. p. al alza, hasta el 2,1%.

En concreto, entre 2022 y 2024, el crecimiento de la economía española se apoyó principalmente en el sector exterior, en especial en el turismo, y en menor medida en los servicios no turísticos, el consumo público y el aumento de la población por la inmigración. En 2025, las fuentes de crecimiento han comenzado a orientarse hacia la demanda interna, una tendencia que se espera que continúe en 2026.

Así, esperamos que el consumo privado mantenga un ritmo de crecimiento dinámico, impulsado por la bajada de los tipos de interés, la recuperación del poder adquisitivo de los hogares –gracias a la normalización de la inflación y la fortaleza del mercado laboral– y la reducción gradual de la tasa de ahorro. Por su parte, la inversión también seguirá beneficiándose de los menores tipos de interés, las buenas perspectivas económicas y el apoyo de los fondos NGEU. Los datos de los últimos tres trimestres ya apuntan al inicio de un nuevo ciclo inversor que podría prolongarse en el tiempo. Tanto el consumo privado como la inversión tienen margen para seguir creciendo: en el 2T, el consumo

1. Véase el Focus [«El sector turístico cierra una temporada alta con cifras sólidas»](#) en este mismo *Informe Mensual*.

privado estaba solo un 5,3% por encima del nivel del 4T 2019 y la inversión en equipo, un 5,1%, frente al 9,4% del PIB. Si consideramos el aumento de la población desde 2022, las cifras aún son más llamativas: el consumo real per cápita en el 2T 2025 apenas supera en un 1,0% el nivel previo a la pandemia. En cuanto a la inversión, gran parte de la recuperación proviene de las Administraciones públicas y los hogares: en el 2T 2025, la formación bruta de capital fijo en estos sectores estaba un 76,3% y un 75,1% en términos nominales por encima del nivel de finales de 2019, mientras que en las sociedades no financieras (SNF) el aumento era solo del 12,8%. Si se tiene en cuenta que el deflactor de la formación bruta de capital fijo ha subido un 20,8% en el mismo periodo, en términos reales la inversión de las SNF sigue muy por debajo del nivel prepandemia, por lo que aún tiene mucho margen de recuperación. Conviene recordar que el sector de las SNF es el más intensivo en inversión y representa el 72% del total en 2019.

A pesar de las buenas perspectivas, se espera que el crecimiento en 2025 y 2026 siga una senda de moderación conforme algunos de los factores favorables de los últimos años pierdan fuerza. Destacan la normalización del crecimiento turístico, el menor impulso del consumo público y una moderación en los flujos de población previstos. A ello se le suma la debilidad persistente de la economía europea y el aumento de los aranceles entre EE. UU. y la UE. Como contrapeso, el sector de la construcción podría compensar parcialmente la ralentización del turismo. Ante la creciente brecha entre la demanda y la oferta en el mercado inmobiliario, se prevé que la construcción de nueva vivienda acelere en 2025 y 2026. Esta tendencia ya se refleja en los datos: los visados de obra nueva crecieron un 13,3% interanual en los 12 meses hasta mayo de 2025, frente al 3,5% del mismo periodo del año anterior.

En 2026, se prevé que la inflación continúe moderándose y alcance el 2,0% de media anual, tras una previsión de cierre en el 2,5% para 2025. Esta tendencia estará impulsada por la reducción de la inflación energética, una vez desaparezca el efecto de la normalización del IVA sobre la tarifa eléctrica aplicada en enero de 2025, y por la moderación en los precios de los alimentos. Además, la apreciación significativa del euro registrada en 2025 –más de un 13% en lo que va de año– contribuirá también a esta moderación.

Por otro lado, los datos publicados hasta ahora muestran un notable aumento del empleo, del 2,7% interanual según la EPA del 2T. En 2025, se prevé que la creación de empleo se mantenga dinámica, alrededor del 2,5% este año. Para 2026, se espera cierta moderación, aunque el crecimiento seguirá siendo elevado: el empleo aumentaría un 2%, frente al 1,6% previsto anteriormente. Así, también se ha mejorado la previsión de la tasa de paro, que pasaría del 11,3% en 2024 al 10,4% en 2025, y se espera que, por primera vez desde 2007, baje de los dos dígitos en 2026, situándose en el 9,7%.

Por el lado del sector inmobiliario, el mercado residencial atraviesa una fase expansiva, impulsada por la bajada de los tipos de interés, la mejora del poder adquisitivo, el crecimiento demográfico y la fuerte demanda de compradores extranjeros. Las compraventas de vivienda alcanzaron las 700.000 unidades en los 12 meses hasta junio de 2025, casi un 20% más que en el mismo periodo del año anterior y la cifra más alta desde 2007. Aunque la oferta está empezando a reaccionar, todavía no es suficiente para empezar a reducir el déficit de vivienda acumulado desde 2021. Este desequilibrio entre oferta y demanda seguirá presionando los precios a corto y medio plazo. Por ello, prevemos que el crecimiento de los precios de la vivienda se mantenga elevado en 2025 y 2026: se espera un aumento del 9,6% este año y del 6,3% el próximo.

Los riesgos que rodean el escenario son múltiples. Entre los riesgos al alza destacan la posibilidad de que el consumo y la inversión crezcan más de lo previsto, especialmente si la incertidumbre se reduce más rápidamente de lo esperado y los hogares y las empresas normalizan también más rápidamente los niveles de ahorro. Los fondos NGEU también podrían tener un mayor impacto o la inversión residencial podría repuntar con más fuerza de lo previsto. Sin embargo, los principales riesgos siguen siendo a la baja y de carácter geopolítico. Aunque la incertidumbre por la guerra comercial entre EE. UU. y la UE ha disminuido, no pueden descartarse nuevos episodios de tensión. Además, la caída del Gobierno en Francia y las dudas sobre la sostenibilidad de su deuda han aumentado los riesgos sobre la estabilidad financiera. Por último, una escalada del conflicto en Oriente Medio podría provocar un fuerte aumento en los precios del petróleo.

Oriol Carreras Baquer

El sector turístico cierra una temporada alta con cifras sólidas

En 2025, la temporada alta del sector turístico en España ha sorprendido positivamente. A diferencia de años anteriores en los que veíamos un crecimiento menor del turismo en temporada alta, este año las tasas de crecimiento en verano se han acercado a las de temporada baja. Estos buenos datos confirman nuestra visión de que el crecimiento del sector turístico se está normalizando en niveles sólidos, y nuestra previsión de que el PIB turístico avanzará un 2,7% en 2025 y un 2,5% en 2026.

El gasto turístico internacional registrado en TPV CaixaBank creció un 7,7% interanual en julio y agosto de 2025. Esta cifra se acerca mucho al 7,9% registrado en los primeros seis meses de 2025. Este avance sugiere que el turismo internacional sigue mostrando una demanda sólida, incluso en un contexto de normalización después de los excelentes datos pospandemia.

Por mercados, observamos un comportamiento robusto de los principales emisores. El gasto turístico proveniente del Reino Unido avanza un 9,7%, mientras que el francés avanza un 9,6%. A pesar de la atonía de la economía alemana, el gasto turístico de los alemanes aumentó un 7,4% en temporada alta, superando con creces el 3,5% de los primeros seis meses.

Si bien los mercados maduros han mostrado una solidez transversal, vemos algo de heterogeneidad en los mercados de largo alcance. El turismo proveniente de EE. UU. presenta una caída significativa (-9,2%), mayor al -4,4% registrado en los primeros seis meses del año. Esta caída se ve compensada por los excelentes registros de otros mercados de largo alcance como China, Japón y América Latina, todos con crecimientos superiores al 20%. Destacamos que el gasto turístico proveniente de América Latina se ha acelerado notablemente a partir de diciembre de 2024.

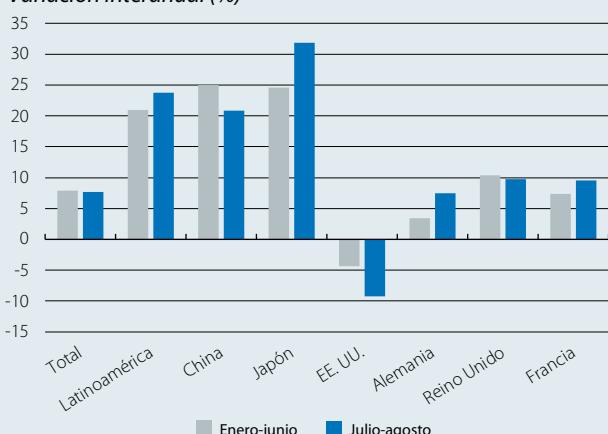
El turismo doméstico también ha avanzado este verano, si bien de manera más discreta. El gasto turístico doméstico aumentó un 3,1% en julio y agosto, algo más lento que el 4,1% registrado entre enero y junio. Destaca favorablemente el avance del gasto en restauración, que, según los datos de los TPV de CaixaBank, aumentó en un 13,2% interanual en verano de 2025.

El crecimiento robusto y diversificado del turismo internacional deja un balance de temporada alta positivo. Este buen desempeño confirma nuestras perspectivas para el sector, que prevemos que aporte 0,35 p. p. al crecimiento del PIB de este año y 0,33 p. p. en 2026.

David Cesar Heymann

España: gasto turístico internacional

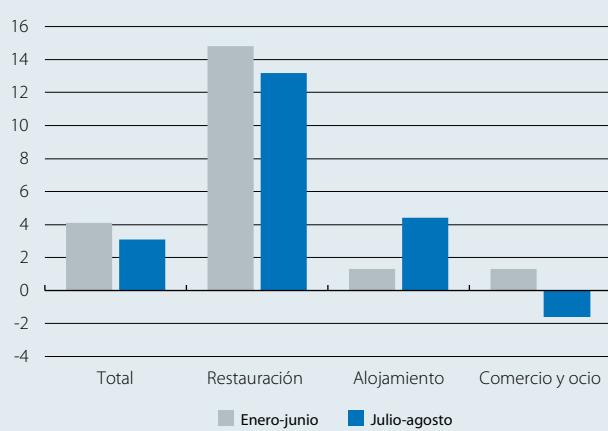
Variación interanual (%)



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

España: gasto turístico doméstico

Variación interanual (%)



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

¿Qué regiones pueden verse más afectadas por los aranceles de Trump?

El sector exportador español se enfrenta a un complejo entorno internacional, marcado por el giro proteccionista de la política comercial de EE. UU. Tras meses de incertidumbre y negociaciones, los aranceles finalmente han quedado fijados en el 15% para los productos europeos, a falta de concretar los productos estratégicos exentos. Aunque la exposición de la economía española a EE. UU. es relativamente baja¹ y el impacto parece moderado a nivel agregado,² este varía significativamente entre las distintas regiones en función de su grado de exposición a la economía norteamericana, tal y como pasamos a desgranar a continuación.

Las exportaciones españolas a EE. UU. se concentran en unas pocas comunidades autónomas (CC. AA.) Segundo se muestra en el primer gráfico, cerca del 80% de dichas exportaciones proceden de cinco regiones: País Vasco, Madrid, Comunidad Valenciana, Andalucía y, sobre todo, Cataluña, que aglutina casi la cuarta parte del total. En el extremo opuesto se sitúan La Rioja, Cantabria, Extremadura y los dos archipiélagos, con menos del 1% cada una.

Para identificar las mercancías más vulnerables en cada región, calculamos dos indicadores: la tasa de relevancia, que definimos como el peso de las exportaciones de cada mercancía sobre el total exportado por la comunidad autónoma, y la tasa de dependencia, que se concreta en el peso de las exportaciones de cada bien que se dirige al mercado estadounidense sobre el total exportado de este bien por la comunidad autónoma.³ Los resultados de combinar ambas variables, relevancia y dependencia, pueden apreciarse en el segundo gráfico, en el que para cada comunidad se han seleccionado los tres productos con mayor peso en las exportaciones de la región, es decir, mayor relevancia, y los tres con mayor porcentaje de sus exportaciones destinadas a EE. UU., es decir, con mayor tasa de dependencia.

En el cuadrante superior a la derecha, se sitúan los productos con una elevada relevancia (mayor al 5%) para las exportaciones de cada comunidad y que también presentan una elevada dependencia (mayor al 5%). Estos son los productos que presentan mayores riesgos para sus respectivas CC. AA. En este grupo se encuentran los productos detallados en la primera tabla, entre los que destaca la

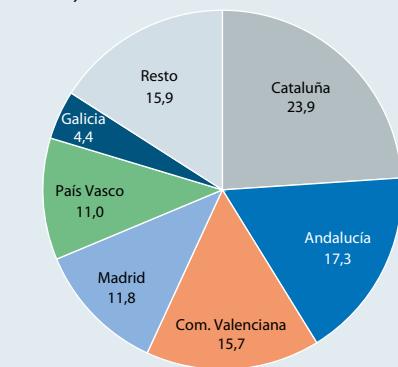
1. Con datos de 2024, las exportaciones de bienes hacia EE. UU. representan el 4,7% de las exportaciones totales y el 1,1% del PIB; por su parte, el 1,3% del valor añadido generado por la economía española se acaba vendiendo, directa o indirectamente (a través del contenido de nuestros productos en las exportaciones de terceros), en EE. UU.

2. El FMI estima que la economía española es la menos afectada entre las grandes de la UE por la guerra comercial: por cada aumento de 10 puntos en los aranceles de EE. UU. sobre la UE, el crecimiento del PIB español a corto y medio plazo se podría reducir en 1 décima; véase FMI-España (2025), «Informe del Artículo IV 2025». Los cálculos del Banco de España son similares: estima un impacto del 0,11% a tres años vista con un arancel del 10%; véase Banco de España (2025), «Informe Anual 2024».

3. Desagregamos los productos exportados según la clasificación TARIC.

España: exportaciones de mercancías a EE. UU. por CC. AA.

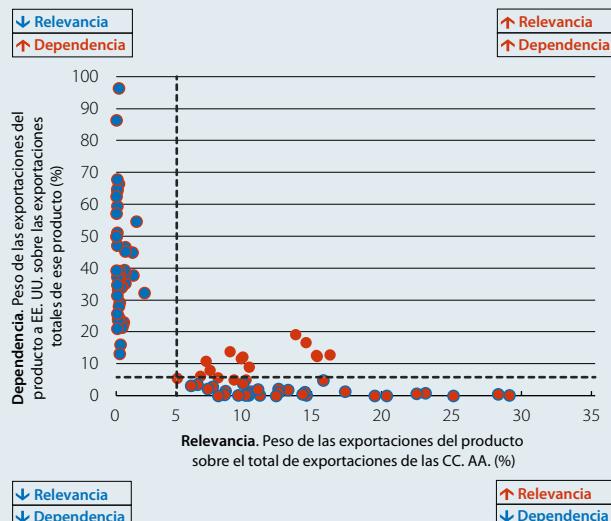
(% sobre el total)



Nota: Datos de 2024 en valor.

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

España: exportaciones por CC. AA. y productos



Alta relevancia y alta dependencia

CC. AA.	Producto	↑ Relevancia	↑ Dependencia
AND	Aceites y grasas	13,0	19,2
RIO	Bebidas	13,8	16,8
CVA	Productos cerámicos	9,4	14,0
PVA	Máquinas y aparatos mecánicos	15,6	12,8
AST	Manufacturas de fundición	14,6	12,7
AND	Combustibles	14,7	12,4
MAD	Máquinas y aparatos mecánicos	10,4	12,3
CYL	Caucho y sus manufacturas	10,2	11,7
PVA	Manufacturas de fundición	7,7	10,9
NAV	Máquinas y aparatos mecánicos	10,8	9,0
CAT	Productos farmacéuticos	8,0	8,1
ARA	Máquinas y aparatos mecánicos	7,3	6,2
NAV	Aparatos y material eléctrico	8,5	5,6
CANA	Máquinas y aparatos mecánicos	5,6	5,5
CLM	Máquinas y aparatos mecánicos	9,7	5,0
CANT	Máquinas y aparatos mecánicos	10,6	5,0

exportación de aceites y grasas en Andalucía, que concentra el 13% de las exportaciones de la región y que dirige el 19,2% de sus ventas al exterior a EE. UU., seguido de las exportaciones de bebidas de La Rioja y los productos cerámicos de la Comunidad Valenciana.

En el cuadrante inferior a la derecha, se sitúan los productos con una alta relevancia pero con una baja exposición al mercado estadounidense. En este caso, destacan las exportaciones de vehículos en varias comunidades.

Como puede observarse en el cuadrante superior izquierdo, las mercancías que presentan las mayores tasas de dependencia de las exportaciones a EE. UU. tienen una relevancia muy baja en las exportaciones de cada región. Este sería el caso de las manufacturas de piedra y yeso de Andalucía que, aunque presentan una dependencia de EE. UU. del 54,7%, tan solo suponen el 1,4% de las exportaciones andaluzas.

Por último, cabe preguntarse cuál es el impacto potencial de los aranceles, no solo sobre las exportaciones, sino sobre el conjunto de la economía de cada región, lo que puede apreciarse a través del peso que tienen las exportaciones a EE. UU. sobre el PIB regional (véase el último gráfico). A este respecto, la región más expuesta a EE. UU. en relación con el tamaño de su economía es el País Vasco, ya que las exportaciones a aquel país representan el 3,1% de su PIB, aunque sigue siendo una cifra moderada.

A pesar del aumento de los aranceles estadounidenses, la economía española y su sector exportador están mostrando una notable resiliencia. La exposición global de España a EE. UU. es limitada y, aunque existen diferencias entre comunidades autónomas y sectores, ninguna región enfrenta riesgos sistémicos significativos. Esta diversificación geográfica y sectorial permite que el impacto agregado sea moderado, lo que refuerza la capacidad de adaptación de las empresas españolas ante escenarios internacionales complejos. Además, la fortaleza y la flexibilidad del tejido exportador nacional ofrecen una base sólida para seguir creciendo y diversificándose en mercados globales, incluso en contextos de mayor protecciónismo.

Nuria Bustamante y Sergio Díaz

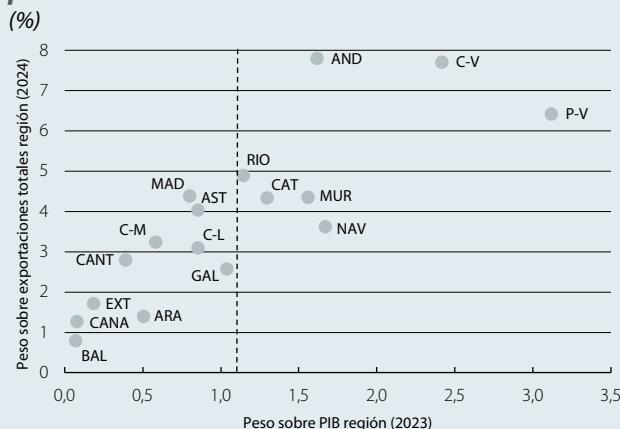
Alta relevancia y baja dependencia

CC. AA.	Producto	↑ Relevancia	↓ Dependencia
CANT	Vehículos automóviles	12,4	0,0
AST	Cinc y sus manufacturas	20,3	0,1
ARA	Vehículos automóviles	29,2	0,1
CVA	Frutas	10,6	0,2
MUR	Frutas	10,4	0,2
GAL	Prendas de vestir no punto	11,4	0,2
ARA	Carnes	14,7	0,3
GAL	Prendas de vestir punto	8,8	0,3
MAD	Vehículos automóviles	10,6	0,5
MUR	Legumbres y hortalizas	14,3	0,6
GAL	Vehículos automóviles	28,4	0,6
AND	Legumbres y hortalizas	10,5	0,7
MUR	Combustibles	22,5	0,8
PVA	Vehículos automóviles	23,1	0,9
CVA	Vehículos automóviles	12,6	1,0
CAT	Vehículos automóviles	14,5	1,1
EXT	Conservas de verdura o fruta	17,2	1,4
CLM	Aparatos y material eléctrico	10,8	1,4
EXT	Fundición hierro y acero	8,9	1,5
AST	Fundición hierro y acero	13,3	1,9
CLM	Bebidas	10,3	2,1
EXT	Aceites y grasas	7,6	2,2
CANT	Fundición hierro y acero	12,6	2,2
RIO	Calzado	8,0	2,8
CAT	Plásticos y sus manufacturas	6,4	3,3
RIO	Conservas de verdura o fruta	6,9	3,5
CYL	Máquinas y aparatos mecánicos	10,2	3,8
MAD	Productos farmacéuticos	15,3	4,9

Baja relevancia y alta dependencia

CC. AA.	Producto	↓ Relevancia	↑ Dependencia
AST	Productos químicos orgánicos	1,2	45,0
GAL	Otros productos químicos	1,2	37,8
AND	Manufacturas de piedra o yeso	1,4	54,7
CVA	Otros productos químicos	2,0	32,3

España: exportaciones de mercancías a EE. UU. por CC. AA.



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

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	07/25	08/25	09/25
Industria									
Índice de producción industrial	-1,6	0,4	-0,2	1,3	-0,7	1,4	2,5	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,5	-4,9	-3,0	-5,9	-5,4	-5,2	-4,5	-5,8	-4,7
PMI de manufacturas (valor)	48,0	52,2	51,5	53,6	50,0	50,0	51,9	54,3	51,5
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	0,5	16,7	10,2	16,7	20,1	14,8	14,1	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-10,2	9,7	-1,4	9,7	17,0	22,9	22,3	...	...
Precio de la vivienda	4,0	8,4	8,2	11,3	12,2	12,7	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	12,3	10,1	8,1	6,3	5,6	5,1	...
PMI de servicios (valor)	53,6	55,3	55,2	55,1	55,3	52,2	55,1	53,2	54,3
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	2,5	1,8	2,6	2,9	3,4	5,1	4,7	4,5	...
Matriculaciones de automóviles	16,7	7,2	1,7	14,4	14,0	13,7	17,1	17,2	16,4
Indicador de sentimiento económico (valor)	100,5	103,0	105,5	101,5	103,3	103,1	104,3	101,7	104,7
Mercado de trabajo									
Población ocupada ²	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 ³	2,7	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4
PIB	2,5	3,5	3,6	3,7	3,2	3,1	...	...	...

Precios

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
General	3,5	2,8	2,2	2,4	2,7	2,2	2,7	2,7	2,9
Subyacente	6,0	2,9	2,6	2,5	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3

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	07/25	08/25	09/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	-1,8	0,2	3,3	2,0	1,6	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	-3,1	0,1	4,2	4,1	4,3	...	...
Saldo corriente	40,9	50,7	50,5	50,7	47,8	49,1	48,9	...	...
Bienes y servicios	57,5	66,3	65,9	66,3	63,5	64,3	63,8	...	...
Rentas primarias y secundarias	-16,5	-15,7	-15,5	-15,7	-15,7	-15,2	-14,9	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	57,8	68,7	68,9	68,7	66,6	68,1	67,9	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	0,3	5,1	4,3	5,1	4,6	3,9	4,8	5,1	...
A la vista y preaviso	-7,4	2,0	-1,6	2,0	3,1	5,0	6,5	7,2	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	100,5	23,5	47,5	23,5	12,6	-1,5	-3,6	-5,1	...
Depósitos de AA. PP. ⁵	0,5	23,1	14,8	23,1	24,4	25,5	15,7	9,0	...
TOTAL	0,3	6,3	5,1	6,3	5,9	5,4	5,7	5,4	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	-3,4	0,7	-0,3	0,7	1,7	2,6	2,6	2,7	...
Empresas no financieras	-4,7	0,4	-0,6	0,4	1,6	2,5	2,2	2,5	...
Hogares - viviendas	-3,2	0,3	-0,7	0,3	1,4	2,3	2,4	2,8	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	2,3	1,2	2,3	3,1	-261,5	3,9	3,3	...
Administraciones públicas	-3,5	-2,6	-5,4	-2,6	-0,3	5,3	12,7	14,8	...
TOTAL	-3,4	0,5	-0,7	0,5	1,6	2,7	3,2	3,5	...
Tasa de morosidad (%)⁶	3,5	3,3	3,4	3,3	3,2	3,0	2,9	...	...

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.

La demanda interna sigue sosteniendo la economía portuguesa

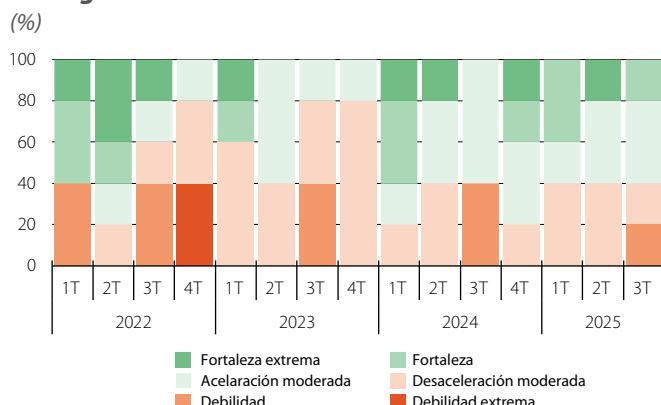
Nuestro semáforo de actividad indica que la economía sigue expandiéndose en el 3T, aunque a un ritmo menor que en el 2T. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (ESI) cayó a 105,1 puntos en septiembre (vs. 107,0 en agosto, 105,0 en el 2T), mientras que los datos de actividad confirman el dinamismo en el 3T. Las ventas minoristas y las compras con tarjeta crecieron un 6% interanual en agosto, en cambio las ventas de automóviles registraron un aumento del +14,8% en el 3T. Por otro lado, la bajada temporal en las retenciones del impuesto sobre la renta, que incluye pagos retroactivos desde enero de 2025 recibidos en agosto y septiembre, aumentará la renta disponible de los hogares en el 3T, suponiendo un riesgo más al alza para el crecimiento del PIB en la segunda mitad del año. En septiembre, revisamos nuestro escenario macroeconómico y mantenemos sin cambios la previsión de crecimiento del PIB para 2025, en el 1,6%, y 2026, en el 2,0%.

La renta disponible de los hogares crece a buen ritmo y sigue impulsando el consumo y el ahorro. En el año hasta el 2T 2025, la renta disponible aumentó un 8,5% interanual, apoyada principalmente por el incremento de los salarios (representan un 70% de la renta bruta disponible), que han registrado un sólido aumento del 7,7%, en un entorno de un mercado laboral dinámico, con niveles récord de empleo y cifras bajas de desempleo. En el mismo periodo, el consumo mantuvo un ritmo sólido de crecimiento (6,3% interanual), en términos nominales, aunque inferior al de la renta disponible, lo que contribuyó a elevar la tasa de ahorro de los hogares hasta el 12,6%, un nivel no visto desde 2003 (a excepción de la pandemia).

La inflación se moderó en septiembre. Tras cinco meses consecutivos de aumentos, la inflación general descendió al 2,4% interanual (-0,4 p. p. respecto a agosto), mientras que la subyacente bajó al 2,0% (-0,4 p. p.). No obstante, se revisó al alza la previsión de inflación media para 2025, del 2,1% al 2,3%, por la persistencia de la inflación en los servicios y el reciente comportamiento de los precios de los alimentos no elaborados, que han registrado tasas interanuales cercanas al 7% en los últimos meses.

Los precios de la vivienda no dan tregua. Los datos del índice de precios de la vivienda (IPV) del 2T 2025, publicados a finales de septiembre, muestran una fuerte dinámica y registran un aumento interanual del 17,2% (4,7% intertrimestral). El aumento medio del precio de la vivienda en los últimos 12 meses se situó en el 13,8%, lo que nos ha llevado a revisar al alza la previsión de crecimiento del IPV para 2025, del 12,4% al 15,8%. Otros datos del inicio del 3T confirman esta tendencia positiva. Por ejemplo, la tasación bancaria en el contexto del crédito hipotecario creció un 18,1% interanual en agosto, y el precio mediano por metro cuadrado (1.965 euros) se sitúa un 12,5% por encima del registrado al cierre de 2024.

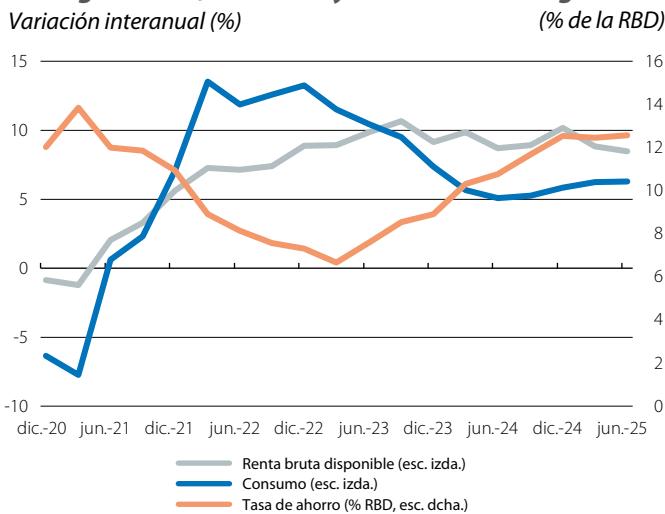
Portugal: semáforo de actividad



Nota: El semáforo de actividad utiliza indicadores económicos de alta frecuencia, representativos de distintos sectores y con elevada correlación con el PIB. Las series se estandarizan (entre -1 y 1) y se clasifican en seis niveles de desempeño, desde debilidad extrema hasta fortaleza extrema. Cada indicador tiene el mismo peso, con el objetivo de generar una visión amplia de la evolución de la economía. Como ejemplo, en el 2T 2025, el 80% de los indicadores se situó entre aceleración y desaceleración moderada, y el 20% en fortaleza extrema. En el 3T, el 60% se mantuvo en rangos intermedios, 20% en fortaleza y 20% en debilidad, señalando una ralentización del crecimiento económico.

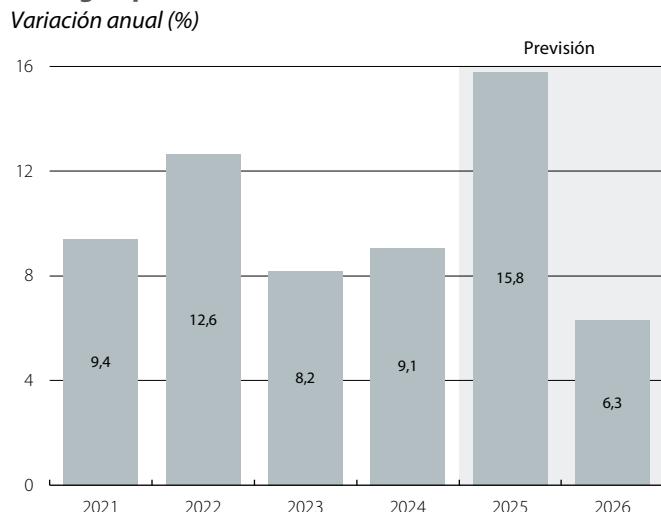
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal, del Banco de Portugal y de la Comisión Europea.

Portugal: renta, consumo y ahorro de los hogares



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

Portugal: precios de la vivienda



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	07/25	08/25	09/25
Índice coincidente de actividad	3,5	1,8	1,5	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	...
Industria									
Índice de producción industrial	-3,1	0,8	-0,2	-0,4	-2,3	1,2	2,4	3,1	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,4	-6,2	-6,1	-4,2	-5,1	-4,8	-3,8	-3,3	-3,0
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	7,5	6,5	13,4	23,6	39,1	17,9	-6,0	...	...
Compraventa de viviendas	-18,7	14,5	19,4	32,5	25,0	15,5	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	9,1	8,5	8,5	13,2	15,8	17,4	18,7	18,1	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	7,8	6,3	4,6	4,0	3,9	3,3	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	7,7	5,6	2,4	10,9	12,5	6,6	12,8	13,5	12,4
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,1	3,2	3,7	5,0	4,5	4,8	6,2	4,5	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,9	2,7	2,7	3,4	3,6	3,3	3,1	2,9	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-14,3	-14,3	-15,5	-17,9	-15,7	-16,2	-16,5
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,3	1,2	1,2	1,3	2,4	2,9	4,1	3,4	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,5	6,4	6,1	6,7	6,6	5,9	6,0	6,1	...
PIB	3,1	2,1	2,1	2,6	1,7	1,8	-	-	-

Precios

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	07/25	08/25	09/25
General	4,4	2,4	2,2	2,6	2,3	2,2	2,6	2,8	2,4
Subyacente	5,1	2,5	2,5	2,7	2,3	2,3	2,5	2,4	2,0

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	07/25	08/25	09/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	2,0	0,5	2,0	5,3	4,3	1,2	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-4,0	2,0	-1,1	2,0	5,4	6,9	5,8	...	...
Saldo corriente	1,5	6,0	5,1	6,0	4,2	3,7	4,1	...	...
Bienes y servicios	4,1	6,5	6,4	6,5	5,2	4,5	4,9	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,6	-0,6	-1,3	-0,6	-0,9	-0,9	-0,8	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	5,5	9,1	8,6	9,1	7,5	7,1	7,7	...	...

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	07/25	08/25	09/25
Depósitos¹									
Depósitos de hogares y empresas	-2,3	7,5	6,0	7,5	6,5	5,4	6,2	6,0	...
A la vista y ahorro	-18,5	-0,3	-8,1	-0,3	5,0	5,1	6,5	7,5	...
A plazo y preaviso	22,2	15,3	22,6	15,3	7,8	5,8	5,9	4,6	...
Depósitos de AA. PP.	-12,4	26,7	29,1	26,7	29,3	39,6	15,5	17,0	...
TOTAL	-2,6	7,9	6,7	7,9	7,1	6,4	6,5	6,3	...
Saldo vivo de crédito¹									
Sector privado	-1,5	1,9	1,1	1,9	3,3	4,9	5,3	5,6	...
Empresas no financieras	-2,1	-1,0	-0,6	-1,0	0,1	2,2	2,2	2,6	...
Hogares - viviendas	-1,5	3,0	1,3	3,0	4,9	6,4	7,3	7,5	...
Hogares - otras finalidades	0,2	5,4	4,6	5,4	5,7	6,6	6,5	6,4	...
Administraciones públicas	-5,5	0,6	-4,1	0,6	-8,0	3,8	1,4	2,4	...
TOTAL	-1,7	1,9	0,9	1,9	2,9	4,9	5,2	5,5	...
Tasa de morosidad (%)²	2,7	2,4	2,6	2,4	2,3	2,3	-	-	-

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

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

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

Te recomendamos:

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 Agroalimentario 2025

El sector agroalimentario español presenta en 2025 un marcado tono expansivo y consolida la senda de crecimiento iniciada a mediados de 2023, tras superar los desafíos derivados de la guerra en Ucrania y una prolongada sequía. La contención de los costes de producción, la mejora de las condiciones meteorológicas y el repunte de la demanda están favoreciendo un incremento sostenido tanto de la producción como de las exportaciones, que ya se sitúan en niveles prepandemia.



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.



Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



Newsletter



CaixaBank



Pócast

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

