

IM12

INFORME MENSUAL

NÚMERO 506 | DICIEMBRE 2025



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

ECONOMÍA INTERNACIONAL

La Iniciativa de la Franja y la Ruta: ¿un arma de doble filo? (parte II)

Diversificación exportadora de la UE más allá de los aranceles de Trump

ECONOMÍA ESPAÑOLA

¿Qué explica el repunte de las importaciones españolas?

¿Cuándo descenderá la tasa de ahorro de los hogares españoles?

DOSSIER: SOLIDARIDAD EN ESPAÑA: RADIOGRAFÍA DE UNA SOCIEDAD COMPROMETIDA

La filantropía en España: actitudes y comportamientos sociales

Los donativos en España: cómo y a qué causas donan los españoles

El perfil del donante en España: una mayoría solidaria y un grupo clave de superdonantes

La respuesta solidaria tras la DANA de Valencia

INFORME MENSUAL**Diciembre 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*

Javier García-Arenas

Coordinador del Dossier

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:

5 de diciembre de 2025

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 LAS CLAVES DEL MES****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS****10 ECONOMÍA INTERNACIONAL**

- 12 *La Iniciativa de la Franja y la Ruta: ¿un arma de doble filo? (parte II)*
Luís Pinheiro de Matos y Sergi Artés Sebastià

- 14 *Diversificación exportadora de la UE más allá de los aranceles de Trump*
David Martínez Turégano

19 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 21 *¿Qué explica el repunte de las importaciones españolas?*
Catalina Becu

- 23 *¿Cuándo descenderá la tasa de ahorro de los hogares españoles?*
Oriol Carreras Baquer y Javier García-Arenas

26 ECONOMÍA PORTUGUESA**28 DOSSIER: SOLIDARIDAD EN ESPAÑA: RADIOGRAFÍA DE UNA SOCIEDAD COMPROMETIDA**

- 28 *La filantropía en España: actitudes y comportamientos sociales*
Beth Breeze y Maria Gutiérrez-Domènech

- 30 *Los donativos en España: cómo y a qué causas donan los españoles*
Oriol Aspachs, José G. Montalvo, Alberto Graziano, Marta Reynal y Josep Mestres

- 32 *El perfil del donante en España: una mayoría solidaria y un grupo clave de superdonantes*
Oriol Aspachs, José G. Montalvo, Alberto Graziano, Marta Reynal y Josep Mestres

- 34 *La respuesta solidaria tras la DANA de Valencia*
Oriol Aspachs, José G. Montalvo, Alberto Graziano, Marta Reynal y Josep Mestres

Solidaridad, el gesto discreto que nos une

La bondad que encierra el acto de dar sin esperar nada a cambio es difícil de medir pero fácil de reconocer. Donar sangre, ceder un asiento, ayudar a quien lo necesita o apoyar una causa alumbran la cara más amable de nuestras vidas cotidianas. En una sociedad donde las fracturas internas se ensanchan por la polarización y la crispación del debate público, y donde los abismos entre países parecen insalvables, poner el foco en la solidaridad que persiste entre las personas alimenta la esperanza de un mañana mejor. Hay multitud de individuos anónimos que, sin hacer ruido, dedican sus ahorros o su tiempo a tender la mano a quienes atraviesan un momento difícil. Llega la Navidad y la conciencia colectiva de estos gestos se hace más patente, aunque para muchos no hay fecha en el calendario que condicione la entrega desinteresada y cotidiana.

La solidaridad rebasa la esfera individual y se extiende a un amplio grupo de actores y organizaciones que destinan recursos y horas a ayudar a los colectivos más desfavorecidos, a promover la cultura, a impulsar la investigación y a atender otros tantos temas de interés común. Aquello que a primera vista parece una cadena de gestos aislados adquiere una trascendencia mayor: es la savia del capital social, ese entramado invisible que une a las personas, sostiene la confianza mutua y, en última instancia, también las instituciones de las que nos hemos dotado. La participación ciudadana en la toma de decisiones colectivas, la existencia de cauces para implicarse en asuntos comunes o el simple convencimiento de que el vecino y el extraño responden ante la adversidad construyen un tejido social más resistente. Esa solidaridad activa contribuye no solo a elevar el bienestar colectivo, también crea un clima favorable para superar con éxito los retos compartidos del momento.

Pese a su relevancia en la vida de mucha gente y en la salud de las comunidades, adentrarse en el conocimiento de la solidaridad es una tarea complicada porque escasean los datos fiables. Existen encuestas puntuales –a veces concebidas para analizar un problema concreto– que capturan percepciones o comportamientos aislados. Las instantáneas demuestran una realidad relevante, pero no hay un termómetro que nos ayude a seguir la evolución de la solidaridad y que dé más visibilidad a tantos y tantos gestos que se llevan a cabo de forma anónima y desinteresada. El proyecto emprendido por CaixaBank Research, la Fundació “la Caixa” y la Universidad Pompeu Fabra quiere ser esa pequeña contribución: un esfuerzo conjunto para poner en valor y radiografiar el importante papel de la solidaridad en España. La aportación pretende ser también una expresión del compromiso social que ha caracterizado a CaixaBank desde sus orígenes, y que día a día se manifiesta de forma tangible a través de los programas, la plataforma de donativos y la red de voluntariado de su Acción Social.

La iniciativa se materializa en un primer Dossier, adjunto en este *Informe Mensual*, que contiene el análisis de una encuesta del Observatorio Social de la Fundació “la Caixa”, y el de datos transaccionales anonimizados de clientes de CaixaBank (millones de donativos hechos mediante domiciliaciones, transferencias, bizums o tarjeta, que se cruzan con variables sociodemográficas y financieras). Sobre esa doble base –lo que la gente piensa y siente, y lo que efectivamente hace– se edifica una radiografía de la solidaridad española, se monitoriza su evolución a lo largo del tiempo, y se analiza con detenimiento la respuesta ante emergencias como la DANA de octubre de 2024.

¿Qué nos dicen los datos? La solidaridad se extiende a lo largo y ancho del territorio, no entiende de edades, ni de sexo ni de estatus social. Es generalizada en el conjunto de la población española. Sin embargo, sí que sobresale un pequeño grupo de *superdonantes*, el 10% del total, que aporta prácticamente la mitad de todo lo que se dona. Este «pequeño» grupo de personas no tiene unos ingresos especialmente elevados, sino que sobresale por el esfuerzo que hace (donan el 2,3% de sus ingresos) y por la regularidad con la que lo hace. Los datos también nos muestran que el tejido asociativo a través del que se canaliza la solidaridad está muy atomizado, con muchas oenegés repartidas en todo el territorio. Al mismo tiempo, observamos que hay un pequeño grupo de entidades, el 1% de ellas, que canaliza gran parte de los recursos solidarios, el 80% del total. Además, constatamos que el 90% de las donaciones se destinan a cuatro grandes causas: cooperación internacional, sanidad, servicios sociales y religión.

Por último, la respuesta solidaria ante la DANA de octubre de 2024 muestra cómo la solidaridad se dispara en momentos de emergencia. La tragedia que arrasó la Comunidad Valenciana movilizó a centenares de miles de personas y se reflejó en los datos: en noviembre, las entidades benéficas de ámbito español dispararon sus ingresos un 45%. La ola solidaria se extendió en todo el territorio, pero la proximidad geográfica marcó diferencias: quienes vivían a entre 100 y 200 kilómetros del epicentro multiplicaron por 1,8 sus aportaciones. Esa gran ola de solidaridad, con ese mar de fondo que son los miles y miles de donantes y de oenegés, seguramente nos muestran la cara más bonita y esperanzadora de la sociedad española. Y con este proyecto, esperamos poder contribuir a que, a partir de ahora, tenga más visibilidad.

Oriol Aspachs
Diciembre 2025

Cronología

<div>NOVIEMBRE 2025</div> <div>12 Fin al cierre gubernamental más largo en la historia de EE. UU.</div>	<div>OCTUBRE 2025</div> <div>29 La Fed bajó el tipo <i>fed funds</i> en 25 p. b. al rango 3,75%-4,00%, su segundo recorte del año, y anunció el fin de la reducción del balance.</div>
<div>SEPTIEMBRE 2025</div> <div>9 El Tribunal Supremo de EE. UU. acepta estudiar por la vía rápida la legalidad de los aranceles de Trump. 12 S&P mejora la nota crediticia de la deuda española a A+ y Fitch sube la de Portugal a A. 17 La Fed baja los tipos de interés en 25 p. b. al rango 4,00%-4,25%, tras nueve meses de pausa. 26 Moody's y Fitch mejoran la nota crediticia de la deuda española a A3 y A, respectivamente.</div>	<div>AGOSTO 2025</div> <div>5 Entran en vigor la mayoría de los aranceles recíprocos impuestos por EE. UU. a otros países. 29 S&P mejora la nota crediticia de la deuda portuguesa a A+.</div>
<div>JULIO 2025</div> <div>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.</div>	<div>JUNIO 2025</div> <div>5 El BCE recorta los tipos de interés en 25 p. b. y baja el tipo <i>depo</i> hasta el 2,0%. 12 Según Copernicus, de la Comisión Europea, mayo de 2025 fue, a nivel mundial, el segundo mes de mayo más cálido desde que se tienen datos (el récord lo tiene mayo de 2024).</div>

Agenda

<div>DICIEMBRE 2025</div> <div>3 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre). Portugal: producción industrial (octubre). 9-10 Comité de Mercado Abierto de la Fed. 10 Portugal: comercio internacional (octubre). 17 España: encuesta trimestral de coste laboral (3T). 18 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. 19-20 Consejo Europeo. 23 España: contabilidad nacional trimestral (3T). España: créditos, depósitos y morosidad (octubre y 3T). España: balanza de pagos y PIIN (3T). Portugal: desglose del PIB (3T). Portugal: precios de la vivienda (3T). 26 Portugal: ratio de morosidad (3T). 30 España: avance del IPC (diciembre). España: tasa de ahorro de los hogares (3T). 31 Portugal: avance del IPC (diciembre).</div>	<div>ENERO 2026</div> <div>5 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (diciembre). 7 Portugal: empleo y desempleo (noviembre). Eurozona: avance del IPC (diciembre). 8 Eurozona: índice de sentimiento económico (diciembre). 9 España: cuentas financieras (3T). 16 China: PIB (4T). 26 España: créditos, depósitos y morosidad (noviembre). 27 España: encuesta de población activa (4T). Portugal: valor tasado de la vivienda (diciembre). 27-28 Comité de Mercado Abierto de la Fed. 29 EE. UU.: PIB (4T). 30 España: avance del PIB (4T). España: avance del IPC (enero). Portugal: avance del PIB (4T). Portugal: avance del IPC (enero). Portugal: ejecución presupuestaria (diciembre). Portugal: actividad turística (diciembre). Eurozona: PIB de la eurozona (4T). Eurozona: índice de sentimiento económico (enero).</div>
---	---

Geopolítica e inteligencia artificial: nueva carrera por la hegemonía global

Con pocas novedades en el entorno económico y financiero, más allá de los últimos ajustes en las negociaciones comerciales que han situado el arancel efectivo promedio americano en el 13,8%, la atención en las últimas semanas del año sigue centrada en los dos grandes temas que perfilarán el comportamiento de la economía a medio plazo: geopolítica e inversión en inteligencia artificial (IA). Para Europa, con ser importantes los desafíos ligados a la demografía, transición energética o competitividad, el principal reto a corto plazo es la geopolítica (tierras raras, seguridad económica, defensa, Ucrania, etc.), seguido de e interrelacionado con la necesidad de posicionarse en la cadena de valor de la IA.

En el ámbito geoeconómico, una vez reducida la tensión en Gaza, toda la atención se centra en los esfuerzos diplomáticos para poner fin a la Guerra en Ucrania. Un alto el fuego tendría un efecto ligeramente bajista sobre los precios de las materias primas energéticas, al menos a corto plazo, cuya intensidad dependerá de las condiciones para el retorno de Rusia a los mercados. El impacto positivo del *shock* de oferta (y de la reducción de la incertidumbre) en la economía de la UE sería limitado, ya que el crudo ruso no se importa desde el inicio de la guerra y las compras de gas natural se han reducido significativamente en los últimos años. De hecho, el objetivo es que, para 2027, la UE esté totalmente desvinculada de la energía rusa. Por tanto, el fin del conflicto serviría para compensar el efecto negativo de los aranceles americanos y apuntalar el crecimiento europeo en la parte alta de la banda del 1%-1,5%, aunque lo importante para la actividad a medio plazo será el plan de reconstrucción de Ucrania (casi 500.000 millones de euros según estimaciones del Banco Mundial) y su financiación (nada clara en estos momentos). En el lado de la política monetaria, los efectos a corto plazo sobre la inflación de un *shock* de oferta de intensidad baja no deberían cambiar la hoja de ruta del BCE, una vez que las expectativas de precios parecen sólidamente ancladas en el 2% y los tipos se encuentran en zona neutral, donde es más fácil armonizar las diferentes sensibilidades existentes en el seno del Consejo de la autoridad monetaria europea.

Pero, si es muy importante el potencial transformador de una geopolítica sometida tanto a los dictados de la transaccionalidad como a los de la geometría variable en las relaciones internacionales, no le va a la zaga el ligado al desarrollo de la IA. Como destaca Giuliano da Empoli en su último libro (*La hora de los depredadores*), si el gran dilema que

afrontamos en el siglo ^{xx} fue la relación entre el Estado y el mercado, en el siglo ^{xxi} la decisión es entre el hombre y la máquina y, en concreto, qué aspectos de nuestra vida hay que reservar a la inteligencia humana, frente a los que se deben confiar a la IA. En este contexto, durante el último año, abstraídos por el huracán Trump, hemos pasado por alto una aceleración sin precedentes en la inversión en IA, que se está erigiendo en el principal motor de crecimiento en EE. UU. La inversión en tecnología en EE. UU., considerando la destinada a *software*, equipos informáticos, centros de datos y la utilizada en instalaciones de generación eléctrica para alimentar todo el proceso, se aproximará este año a los 1,4 billones de dólares (casi un 5% del PIB), muy por encima del 3,1% medio dedicado a estas partidas desde la década de los setenta. Y más de un 25% de esta inversión la han realizado los cinco grandes hiperescaladores. La pregunta es cuánto tiempo tardaremos en ver los efectos sobre la productividad, además de cuán intensa será la sustitución de factor trabajo por capital a corto plazo.

Con todos los principales jugadores acelerando sus apuestas ante el miedo a que el primero en la meta se lleve toda la recompensa, es el momento para que Europa acelere las decisiones estratégicas (InvestIA o Plan de Acción para la IA) en su posicionamiento en la cadena de valor, teniendo en cuenta su debilidad actual tanto en la primera etapa de esta (*hardware*/semiconductores) como en capacidad computacional. La respuesta europea debería combinar nuevas iniciativas de inversión, mejora de la regulación y refuerzo de competencias, con el objetivo de cerrar brechas con EE. UU. y reducir dependencias.

La realidad es que estamos presenciando no solo un ciclo tecnológico o una posible burbuja de valoración, sino una gran movilización de capital en tiempos de conflicto. El auge de la IA se ha convertido en el moderno Proyecto Manhattan: una carrera en la que la computación reemplaza al uranio y las redes eléctricas sustituyen a las plantas de enriquecimiento. Por tanto, y pese a las debilidades financieras, éticas o de sostenibilidad del proceso, vamos a ver una aceleración de este a corto plazo, pues la apuesta no va solamente de beneficios o rentabilidad, sino de hegemonía y liderazgo de la economía mundial a medio plazo. Nada que ver con la burbuja puntocom. Momento para pasar de las musas al teatro, siendo capaces de diferenciar la transformación estructural en curso de las meras apuestas financieras.

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	65,2	65,3
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	63,9	70,9	69,8	54,9	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	1,8	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	4,1	3,7	3,5	0,2	3,0	3,5	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	1,0
India	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	4,6	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	4,9	4,2
México	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	4,4	3,7
Rusia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,4	6,0
Turquía	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	36,1	26,1
Polonia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	3,5	3,2

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

Previsiones

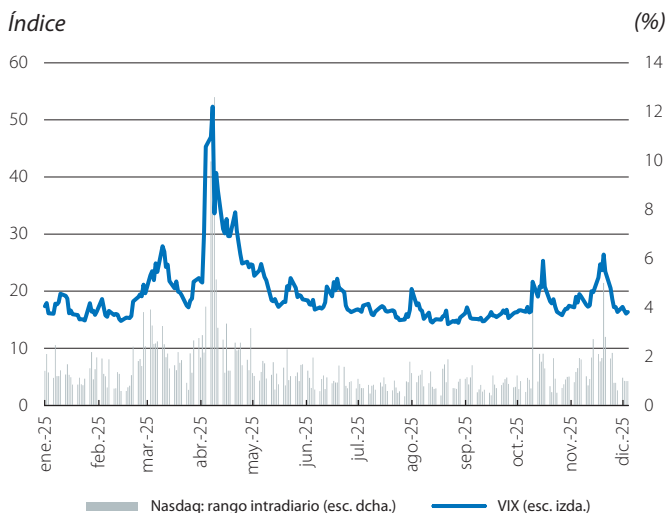
El temor bursátil cede paso al optimismo por la Fed en los mercados

La volatilidad vuelve a hacer acto de presencia. Noviembre estuvo dominado por un notable repunte de la volatilidad en los mercados bursátiles, en un contexto marcado por dudas sobre la posible exuberancia alrededor de las inversiones en inteligencia artificial en EE. UU. y las elevadas valoraciones de las grandes compañías tecnológicas. El índice de volatilidad bursátil de EE. UU. (VIX) repuntó hasta niveles no vistos desde abril, y el Nasdaq vivió su jornada más brusca desde entonces, con una oscilación intradía de hasta el 5%. Durante buena parte del mes, el tono dominante fue de aversión al riesgo, con caídas generalizadas en los principales índices de renta variable a nivel global. Sin embargo, el sentimiento fue recuperándose hacia finales de noviembre a medida que se fue consolidando la expectativa de que la Reserva Federal de EE. UU. podría continuar los recortes de tipos de interés en diciembre. Con esta expectativa, las rentabilidades soberanas en EE. UU. descendieron. No obstante, el foco final se desplazó a Japón, donde la preocupación sobre las perspectivas fiscales llevó las rentabilidades soberanas de largo plazo a máximos históricos.

Crece la expectativa de recortes de tipos de interés en EE. UU. La decisión que la Reserva Federal tomará en diciembre ha estado envuelta por una elevada incertidumbre debido, en primer lugar, a la falta de datos oficiales por el cierre del Gobierno federal, y, en segundo lugar, a la creciente división interna entre los miembros del Consejo sobre el camino adecuado de los tipos de interés (dado el contexto actual de enfriamiento del mercado laboral y presiones al alza en la inflación). No obstante, hacia finales de noviembre, la publicación de encuestas de confianza del consumidor con cierto deterioro, la caída de empleo recogida en datos de nóminas privadas y un crecimiento de ventas minoristas débil, junto con el giro de sensibilidad de algunos miembros hacia posturas más acomodaticias, cimentaron la expectativa de un recorte de tipos en diciembre (que dejaría el tipo de referencia en el rango 3,50%-3,75%). Además, se dio a conocer que el presidente Trump ya tiene decidido su nombramiento para el futuro presidente de la Fed en sustitución de Jerome Powell (cuyo mandato como presidente finaliza el próximo mes de mayo, si bien su posición en el Consejo no termina hasta 2028). Aunque Trump no reveló formalmente el nombre del sucesor, las casas de apuestas cotizan como claro favorito a Kevin Hassett, actual director del Consejo Económico Nacional de Estados Unidos, lo que alimentó la expectativa de que los tipos seguirán descendiendo hacia niveles neutrales el año que viene. Al contrario, las expectativas en torno al BCE permanecieron ancladas, con el mercado asignando una probabilidad cercana al 0% a un recorte en diciembre y manteniendo el tipo *depo* cotizado alrededor del 2% para el conjunto de 2026, en un contexto de inflación virtualmente en objetivo y riesgos inflacionistas equilibrados hacia ambos sentidos.

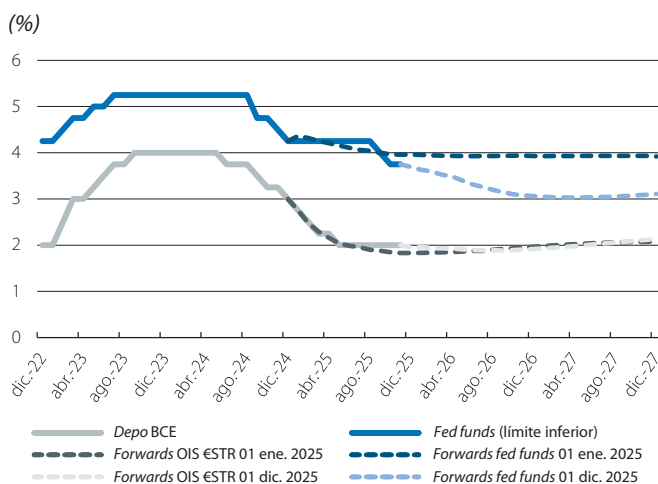
Japón como foco de atención en los mercados de deuda soberana. En Japón, la creciente expectativa de una expansión fiscal impulsada por el nuevo Gobierno japonés, y la derivada preocupación sobre la deuda pública, desató una fuerte venta de bonos soberanos que llevó a la rentabilidad soberana de 30 años a máximos históricos (cerca del 3,5%), acumulando una subida de alrededor de 100 p. b. en el año. La subida de la referencia a 2 años, que

Volatilidad bursátil



Nota: Rango intradiario se refiere a la diferencia entre el máximo y el mínimo observado en el día.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

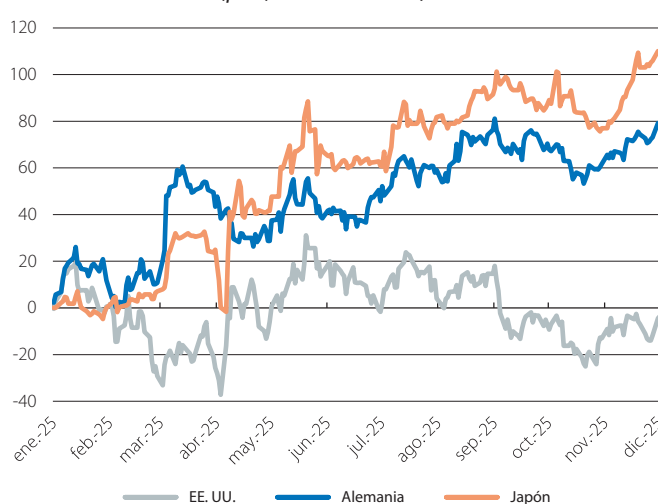
Expectativas de mercados sobre los tipos de interés



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

Tipos de interés soberanos a 30 años

Variación acumulada (p. b., 0 = 01/01/2025)



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

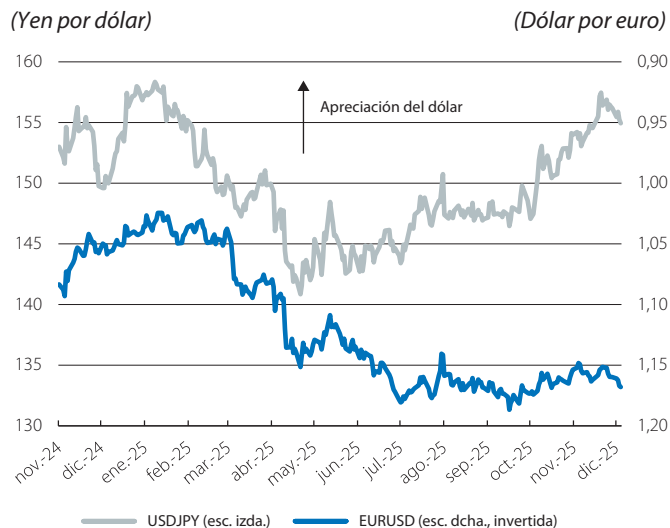
superó el 1,0%, máximo desde 2007, se vio luego reforzada ante la percepción de una posible subida de tipos de interés por parte del Banco de Japón (los mercados cotizan una subida en diciembre y otra más a finales de 2026 con un 100% de probabilidad). En el resto de las economías, la deuda soberana mantuvo dinámicas menos bruscas. El *bund* alemán repuntó cerca de 10 p. b. hasta principios de diciembre, mientras que las primas de riesgo periféricas de la eurozona se estrecharon modestamente, apoyadas por la revisión positiva de la calidad crediticia de Italia (Moody's aumentó a Italia, por primera vez en 23 años, la calificación, de Baa3 a Baa2, citando la estabilidad política y los avances en los planes de recuperación). En EE. UU., las rentabilidades se movieron a la baja conforme se consolidó la expectativa de un recorte de la Fed en diciembre. El tramo a 2 años retrocedió alrededor de 5 p. b.

El yen japonés en la mira. En este contexto, el yen se debilitó frente al dólar a medida que las rentabilidades soberanas japonesas repuntaban con fuerza. No obstante, el movimiento se moderó posteriormente, cuando los mercados empezaron a descontar la posibilidad de que el Banco de Japón aumentara tipos antes de fin de año, y el yen acabó depreciándose un 1,5%. Por otro lado, el cruce entre el euro y el dólar se mantuvo relativamente estable, cotizando entre 1,15 y 1,16 dólares por euro, para asentarse más hacia 1,16 a medida que se consolidó la expectativa de un próximo recorte de tipos de la Fed.

Mes de ida y vuelta en bolsas ante el nerviosismo de las tecnológicas y las expectativas de la Fed. El mes estuvo marcado por episodios de elevada volatilidad y un sentimiento generalizado de pesimismo, especialmente ante las elevadas valoraciones en el sector tecnológico. El fuerte *rally* iniciado en abril se tomó una pausa, y la mayoría de los índices globales experimentaron caídas a lo largo de casi todo noviembre, lideradas por los sectores más cíclicos (tecnología, industriales), mientras que los sectores defensivos (salud, recursos básicos y consumo no cíclico) mostraron un mejor comportamiento relativo. Sin embargo, la expectativa de un recorte de la Fed reactivó el apetito por el riesgo y los índices comenzaron a repuntar hacia finales de mes, con las subidas lideradas por estos sectores más cíclicos. En conjunto, el S&P 500 cerró el mes prácticamente plano, el Nasdaq acabó con ligeras pérdidas y los índices de la eurozona estuvieron mixtos. El IBEX 35 cerró claramente en positivo y destacó por encima del promedio europeo, impulsado por el buen comportamiento de las cotizaciones de los sectores financiero y de materiales.

Las discusiones de un acuerdo de paz en Ucrania arrastran a la baja los precios energéticos. Los precios de las materias primas energéticas registraron descensos generalizados durante noviembre. A pesar de las sanciones de EE. UU. sobre las dos mayores petroleras rusas y el anuncio de la OPEP de que en el 1T 2026 dejará de incrementar la producción, los precios continuaron descendiendo ante la posible firma de un alto el fuego o acuerdo de paz entre Rusia y Ucrania. La referencia de gas TTF cayó por debajo de 30 euros/MWh por primera vez en más de un año y medio, y el precio del barril Brent cerró el mes dos dólares por debajo de los niveles de octubre, en torno a los 63 dólares. Por otro lado, los metales tuvieron un mes positivo en medio del repunte de volatilidad y búsqueda de activos refugio. El oro recuperó terreno, y a principios de diciembre alcanzó los 4,200 dólares la onza, acercándose a los máximos de octubre. La plata alcanzó su nivel histórico máximo, en 58,5 dólares la onza y acumula ganancias de casi un 95% en lo que va de año.

Divisas frente al dólar



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

Bolsa: desempeño de sectores cíclicos frente a sectores defensivos

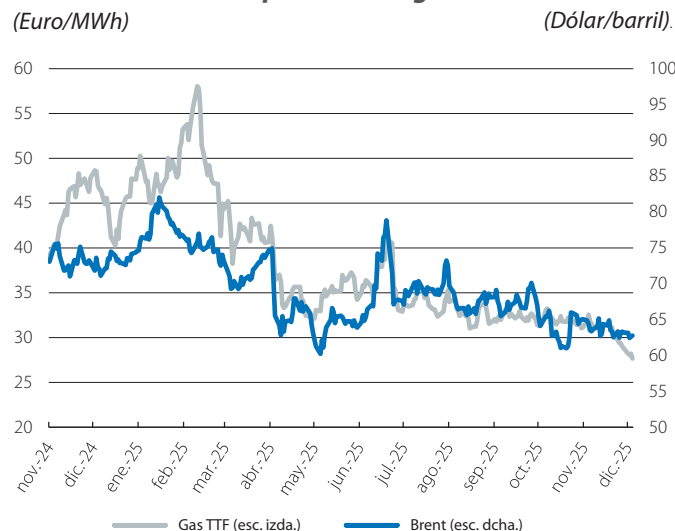
Índice (100 = 01/11/2024)



Notas: Desempeño relativo calculado como la ratio entre el valor del índice cíclico y del índice defensivo. Para EE. UU. y global, los índices son propiedad de MSCI; para la UE, de STOXX 600.

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

Precios de materias primas energéticas



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

Tipos de interés (%)

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,15	2,15	0	-100,0	-125,0
Euríbor 3 meses	2,06	2,04	2	-65,4	-87,4
Euríbor 12 meses	2,21	2,20	1	-25,1	-25,2
Deuda pública a 1 año (Alemania)	1,97	1,88	9	-27,6	-27,9
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,03	1,97	6	-5,3	7,8
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,69	2,63	6	32,2	60,1
Deuda pública a 10 años (España)	3,16	3,14	2	10,3	37,2
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,01	2,99	1	15,7	46,6
EE. UU.					
Fed funds (límite inferior)	3,75	3,75	0	-50,0	-75,0
SOFR 3 meses	3,79	3,89	-10	-51,8	-67,9
Deuda pública a 1 año	3,59	3,68	-9	-55,2	-68,8
Deuda pública a 2 años	3,49	3,57	-8	-75,2	-66,2
Deuda pública a 10 años	4,01	4,08	-6	-55,6	-15,5

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	53	55	-2	-4,8	-3,1
Itraxx Financiero Sénior	57	59	-2	-7,2	-5,9
Itraxx Financiero Subordinado	97	100	-3	-15,0	-13,8

Tipos de cambio

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,160	1,154	0,5	12,0	9,7
EUR/JPY (yenes por euro)	181,160	177,670	2,0	11,3	14,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,876	0,877	-0,1	5,9	5,5
USD/JPY (yenes por dólar)	156,180	153,990	1,4	-0,6	4,3

Materias primas

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
Índice Bloomberg de materias primas	110,4	107,3	2,9	11,8	12,5
Brent (\$/barril)	63,2	65,1	-2,9	-15,3	-13,4
Oro (\$/onza)	4.239,4	4.002,9	5,9	61,5	60,4

Renta variable

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	6.849,1	6.840,2	0,1	16,4	13,5
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.668,2	5.662,0	0,1	15,8	18,0
Ibex 35 (España)	16.371,6	16.032,6	2,1	41,2	40,6
PSI 20 (Portugal)	8.110,7	8.427,0	-3,8	27,2	26,4
Nikkei 225 (Japón)	50.253,9	52.411,3	-4,1	26,0	31,5
MSCI emergentes	1.366,9	1.401,6	-2,5	27,1	26,7

Buenas noticias en la economía global, pero con precaución

La economía global mantiene el pulso, pero los focos de inestabilidad no desaparecen. Encaramos el final de un año marcado por importantes retos (aranceles, tensiones geopolíticas, adaptación tecnológica) que, sin embargo, no han hecho descarrilar a la economía mundial. Además, confluyen factores que permiten afrontar el 4T con cierto optimismo. El acuerdo comercial entre EE. UU. y China reduce la tensión entre ambas potencias, no se observan presiones al alza preocupantes sobre la inflación, la Fed podría recortar tipos en diciembre y el BCE se muestra confiado con la evolución de la economía. Sin embargo, hay elementos que aconsejan cautela. El Tribunal Supremo de EE. UU., a cierre de este informe, seguía debatiendo si es legal que Trump se acogiera a un procedimiento de emergencia nacional para aplicar aranceles, eludiendo pasar por la aprobación del Congreso. Por otro lado, el *shutdown* de EE. UU. tendrá impacto sobre el crecimiento a corto plazo y ha paralizado la publicación de datos oficiales muy relevantes para la toma de decisiones de la Fed. Además, en la eurozona se intensifica la divergencia de países, con Francia atrapada entre la viabilidad y la necesidad del ajuste fiscal.

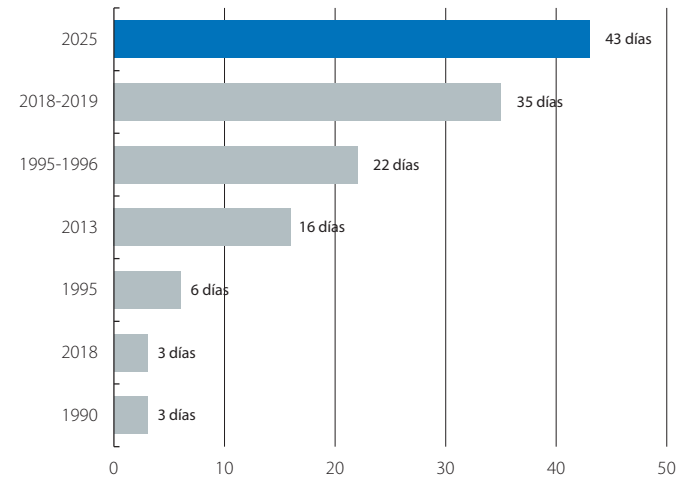
EE. UU. afronta el impacto del *shutdown* más largo de su historia. El Gobierno federal ha estado cerrado por 43 días y durante este tiempo, además del «apagón de datos», los empleados federales no han cobrado sueldo y se han paralizado servicios y ayudas, a menudo críticas para la población más vulnerable. Se estima que, por cada semana de *shutdown*, el crecimiento trimestral anualizado del PIB se recorta en 0,15 p. p., si bien cerca del 75% de esas pérdidas se recupera a medida que se recupera el normal funcionamiento del Gobierno federal, por lo que podría haber cierta volatilidad en los datos de actividad en los próximos meses.

Tras la apertura del Gobierno federal se publicaron los datos de empleo de septiembre, que ofrecieron señales mixtas: la creación de empleo no agrícola superó lo esperado (119.000), pero se revisó a la baja el dato de agosto (-4.000 vs. 22.000 iniciales); con una tasa de paro repuntando 0,1 p. p. en septiembre, hasta el 4,4%, máximo desde octubre de 2021. Por su parte, la inflación se mostró bastante contenida en septiembre (último dato disponible): la general repuntó 0,1 p. p., hasta el 3,0%, con una núcleo cayendo 0,1 p. p., hasta el 3,0%. Mientras, se observa cierta divergencia entre la confianza de los empresarios y la de los consumidores: el índice de clima empresarial PMI se situó en noviembre en 54,2 puntos (50 es el umbral que marca crecimientos positivos), pero la confianza del consumidor ha seguido cayendo en noviembre hasta situarse en mínimos de hasta cuatro años. En este contexto, conviene señalar que, durante el 1S, el crecimiento de EE. UU. hubiera sido prácticamente nulo de no haber sido por el extraordinario impulso de las inversiones tecnológicas asociadas al despegue de la IA, por lo que resultará interesante comprobar si este patrón se mantiene. En balance, el consenso de analistas apunta a un crecimiento del 0,3% intertrimestral en el 4T, tras un 0,7% esperado para el 3T (publicación atrasada al 23 de diciembre por el *shutdown*).

La eurozona resiste, pero le falta impulso. Los principales indicadores de clima y opinión empresarial apuntan a que la economía de la eurozona podría mantener ritmos de crecimiento en torno al 0,2% intertrimestral en el 4T, pero con divergencias por países y

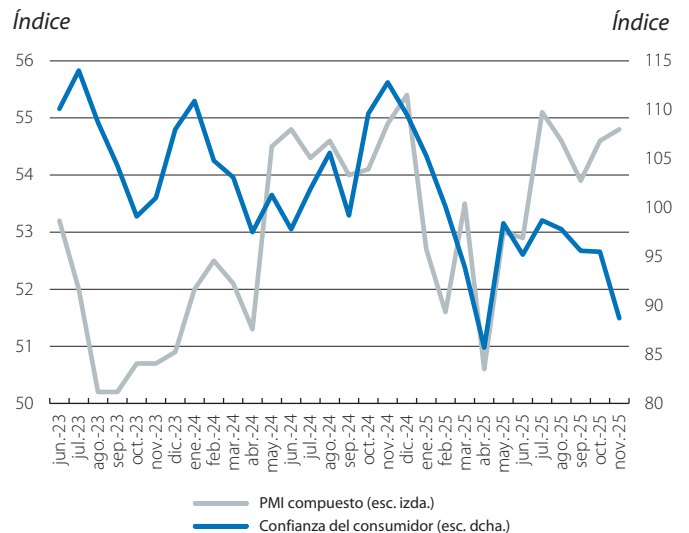
EE. UU.: los cierres más largos en la historia

Fecha del cierre y días que duró



Fuente: CaixaBank Research.

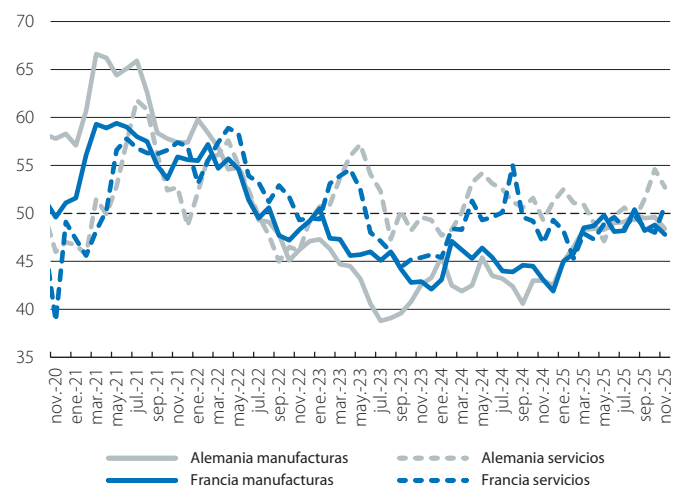
EE. UU.: indicadores de confianza



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Conference Board y de S&P Global.

Eurozona: PMI por componentes

Índice (>50 expansión, <50 contracción)



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

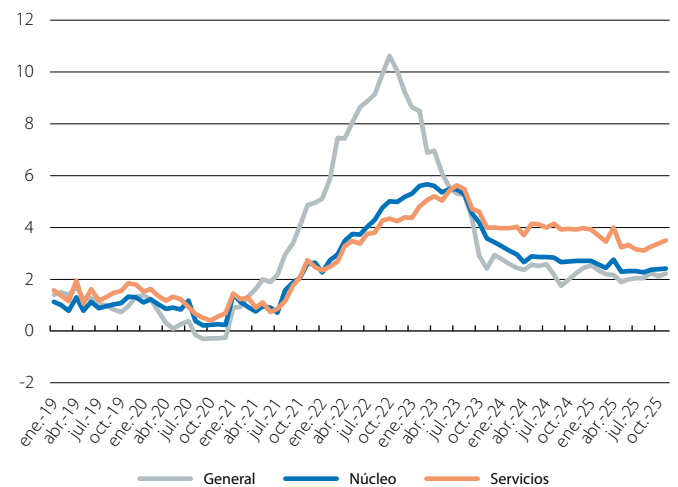
sectores. En noviembre, el índice PMI compuesto se situó en un 52,8, gracias a que la resistencia del sector servicios compensó la renovada debilidad en manufacturas, mientras que el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea consolidó la subida del mes previo y alcanzó un 97,0 (también gracias principalmente a los servicios), máximo desde abril de 2023, pero todavía por debajo del umbral de 100 que marca crecimientos cercanos a su media. Uno de los motivos de esta falta de empuje en la región es la apatía de Alemania, que, si bien podría afrontar crecimientos algo más dinámicos en el 4T, serían muy modestos (en torno al 0,2% intertrimestral vs. 0,0% del 3T), debido al retraso en la implementación del plan de infraestructuras derivado de la demora en la aprobación del presupuesto para 2025 (octubre de este año). De hecho, los datos de saldo federal de Alemania muestran que, en el acumulado de enero a octubre, el gasto total aumentó un 9,0% interanual, pero que el gasto en inversión en capital fijo es casi un 1,8% inferior al del mismo periodo de 2024 y que, a dos meses de concluir el año, no llega ni a la mitad del nivel objetivo fijado para todo 2025. Por otro lado, la delicada situación política en Francia está dificultando la aprobación de los presupuestos para 2026, con el reto de reducir el déficit fiscal desde el 5,4% del PIB esperado para este año. Este clima de incertidumbre puede pesar sobre el crecimiento en el 4T, después de que factores transitorios impulsaran el PIB en el 3T. En este contexto de crecimiento sostenido pero débil, la inflación en la eurozona se muestra acorde con el objetivo del BCE: en noviembre, la general subió 0,1 p. p., hasta el 2,2%, y la núcleo se mantuvo por tercer mes consecutivo en el 2,4%, pese al nuevo repunte de la inflación en servicios.

China acentúa su enfriamiento en el final del año. Los principales indicadores de actividad prolongan la desaceleración iniciada en verano, especialmente en inversión: la inversión en capital fijo acumulada hasta octubre cayó un 1,7% interanual, el peor resultado desde 2020. Tan solo se registran crecimientos sólidos en la inversión de los sectores de automóviles (17,5%) y de transporte ferroviario, marítimo y aéreo (20,1%). Este comportamiento coincide con lo mostrado por la producción industrial, que en octubre moderó su avance interanual 0,6 p. p., hasta el 4,9%, si bien la producción en los sectores de mayor valor añadido sigue creciendo con fuerza (por ejemplo, autos 17%, resto de transporte 15%, semiconductores 18%) lo que se corresponde con las prioridades establecidas por las autoridades chinas en su plan quinquenal. Los últimos indicadores industriales no dan visos de mejora, con un PMI de manufacturas oficial en zona contractiva (49,2 puntos en noviembre). A pesar de la capacidad de redirección comercial de China ante las políticas arancelarias de Trump (EE. UU. ha pasado a ser su tercer mercado, mientras que el bloque ASEAN ocupa ya el primer lugar), las últimas cifras exportadoras han sido más débiles (-1,1% interanual en octubre, tras un +8,3% en septiembre) en un contexto de apreciación del yuan (más de un 3,0% con el dólar en el año).

Mientras, el sector residencial sigue siendo un gran lastre. Los precios de vivienda nueva y usada registraron en octubre las mayores caídas mensuales en un año y, en muchas ciudades los precios ya han sufrido una corrección de entre un 20% y un 30% desde máximos, lo que sigue castigando la inversión residencial (-15% interanual en el acumulado hasta octubre) en un contexto de debilidad de la demanda. Con todo, el objetivo del Gobierno de un crecimiento del 5,0% para este año parece prácticamente asegurado.

Eurozona: IPCA

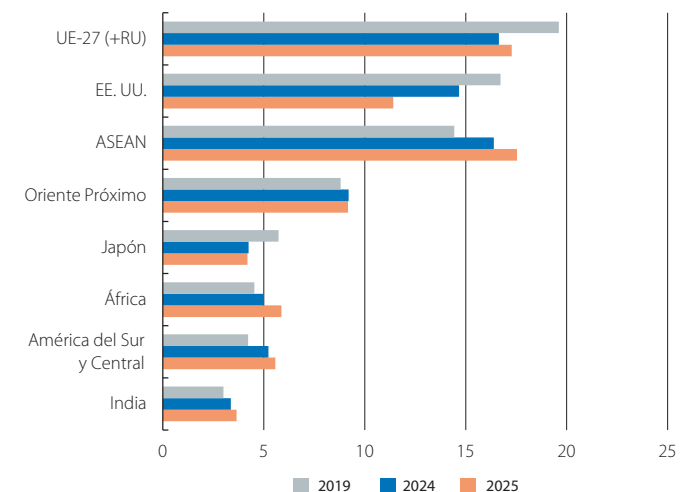
Variación interanual (%)



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

China: cuota de exportación por destino

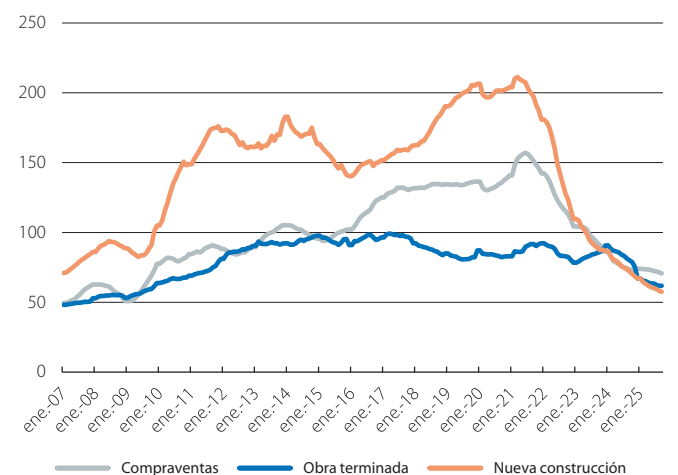
Total de exportaciones (%)



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

China: sector inmobiliario

(Millones de m²)*



Nota: * Promedio de 12 meses.

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

La Iniciativa de la Franja y la Ruta: ¿un arma de doble filo? (parte II)

En las últimas décadas, China ha logrado transformar su perfil exportador e importador de la mano de la Iniciativa de la Franja y la Ruta (BRI), que ha buscado facilitar el comercio con mercados exteriores. Una de las dimensiones más importantes de este comercio es la mejora del acceso a insumos clave para el desarrollo de su industria. Asimismo, del mismo modo que ha ocurrido con los destinos de sus exportaciones, también los orígenes de sus importaciones se han diversificado en los últimos años, aunque no a nivel de producto, donde las importaciones han aumentado su concentración.¹

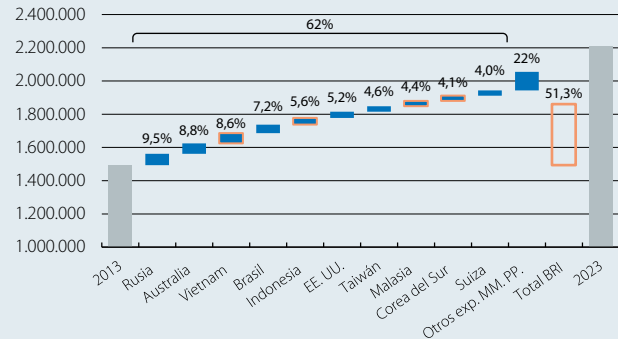
Perfil importador de China: consumidor voraz de materias primas

A semejanza de lo ocurrido del lado de las exportaciones,² los países participantes en la BRI explican más de la mitad del aumento de las importaciones de China (véase el primer gráfico) en la última década. En el *top 10* de países de origen que más han contribuido al aumento de las importaciones chinas, se encuentran cuatro países que forman parte de la iniciativa (18 en el *top 30*), y Rusia, un aliado cercano, pero sin participación oficial en la BRI. El *top 10* explica el 62% del aumento total de importaciones de China a lo largo del periodo (vs. el 46% en el caso de las exportaciones). Entre estos *top 10*, los tres mayores exportadores de *commodities* (Rusia, Australia y Brasil) explican el 25%. Asimismo, muchos países han visto aumentos sustanciales de sus exportaciones de *commodities* a China, como minerales metálicos (Indonesia), crudo (Malasia) u oro (Suiza), y una disminución de la cuota de exportaciones de electrónica y maquinaria, con las excepciones de Corea del Sur y Taiwán, ambos con aumentos relevantes en circuitos integrados.³

Un análisis del perfil de importaciones más detallado a nivel de producto (nivel de desagregación HS4) ofrece mayor claridad sobre la voracidad china por materias primas en la última década. Entre los productos que más han contribuido al aumento de las importaciones de China en el periodo, se encuentran diversas materias primas, entre productos energéticos y metales, como el crudo (que explica el 17% del aumento), el gas natural (9,7%), los

China: importaciones totales y contribuciones por país

(Millones de dólares)

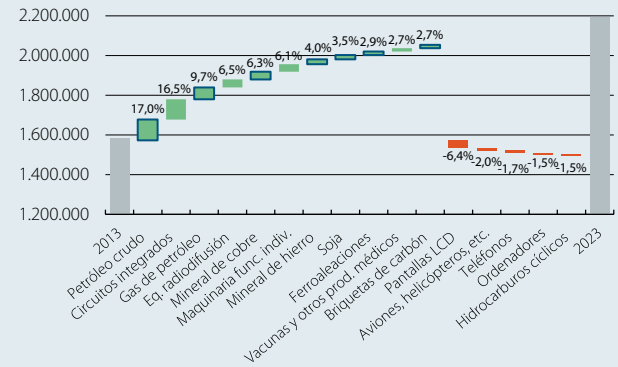


Nota: Las columnas con bordes naranjas corresponden a países con participación oficial en la BRI. Se muestra el *top 10* de países con mayores contribuciones al aumento de las exportaciones de China, así como la contribución total de los países BRI.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Observatorio de Complejidad Económica.

China: importaciones totales y contribuciones por producto

(Millones de dólares)



Nota: Se muestran las categorías de productos (a nivel HS4) con mayores contribuciones al aumento de las exportaciones de China y los productos con contribuciones más negativas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Observatorio de Complejidad Económica.

minerales de cobre y de hierro (6,3% y 4,0%, respectivamente) o las ferroaleaciones.⁴ Por otro lado, se han visto reducciones significativas en importaciones de productos electrónicos, como LCD, teléfonos y ordenadores, mientras que los circuitos integrados explican el 16,5% del aumento total de las importaciones chinas (vs. el 9,6% del aumento de las exportaciones).⁵

1. El índice Herfindahl-Hirschman (HH) de concentración geográfica de las importaciones de China ha disminuido de 460,5 en 2011-2013 a 384,4 en 2021-2023, mientras que el índice de concentración por productos (a nivel HS4) ha aumentado de 342,6 a 401,0 puntos.

2. Véase el Focus «La Iniciativa de la Franja y la Ruta: ¿un arma de doble filo? (parte I)», en el IM11/2025.

3. Es notable la concentración que se ha producido en las exportaciones de Corea del Sur y Taiwán hacia China. En 2013, el índice HH de concentración por productos (a nivel HS2) de estos países se situaba cerca de los 1.500 puntos (1.509,5 Corea del Sur, 1.646,9 Taiwán). En 2023, el mismo índice llegó a los 3.144,1 puntos y los 4.177,6 puntos, respectivamente. A efectos de comparación, el índice de concentración por productos de las exportaciones globales de estos países se situaba en los 1.519,5 puntos y los 3.500,2 puntos en 2023 (1.163,7 y 1.985,9, en 2013).

4. Aunque su contribución agregada es menor, varias *commodities*, como otros minerales, lignito de carbón, níquel o las tierras raras, muestran tasas de crecimiento muy elevadas en el periodo. Los sectores agroalimentario (soja, carne de vacuno congelada y maíz) y químico (medicamentos, carbonatos o ácidos inorgánicos) han registrado también crecimientos sustanciales.

5. Las importaciones chinas de circuitos integrados (200.000 millones de dólares, en 2023, sobre un 10% de las importaciones totales) se han concentrado en Asia en los últimos años (representa más de un 90% del total). Corea del Sur (33% del total) y Taiwán (24%) son los dos mayores exportadores a China, mientras que Vietnam (8%) ha crecido rápidamente y Malasia (9%) o Japón (7%) han perdido importancia relativa.

Los cambios profundos en el perfil importador de China, y en concreto su creciente intensidad en materias primas críticas,⁶ son visibles en los perfiles de exportación de sus mayores socios comerciales, sobre todo en el diferencial que se observa entre la distribución por productos de sus exportaciones globales frente a sus exportaciones al gigante asiático, y en la concentración que se ha producido en estas últimas (véase el tercer gráfico). Si bien en los casos de algunos países productores de bienes energéticos las diferencias observadas son marginales (ejemplos de Irak, Omán o Arabia Saudí), el diferencial de concentración de exportaciones es elevado en la mayoría de los casos. Entre estos, se pueden distinguir tres grupos. Por un lado, algunos países que han visto una fuerte aceleración de la concentración de sus exportaciones hacia China en la última década, entre los cuales se distinguen productores de minerales, como cobre (Panamá, Perú y Chile), cobalto (la RD Congo) o manganeso y cromo (Sudáfrica), elementos químicos (Yibuti) y electrónica (Taiwán y Vietnam). Por otro lado, algunos grandes productores globales de *commodities* no han visto un crecimiento significativo de la concentración de sus exportaciones hacia China (como EAU, Australia o Brasil), a pesar de que mantienen un perfil de exportaciones hacia China más concentrado por productos que el promedio global. En el grupo de países de renta más elevada, y con perfiles de exportación más diversificados, China mantiene también un perfil importador más concentrado que otros países.⁷

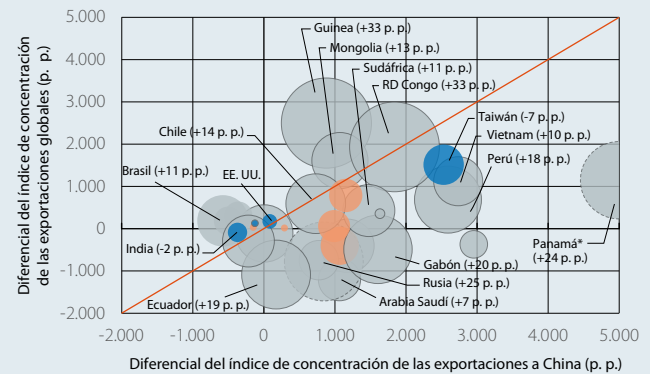
La Ruta de la Seda del siglo XXI: materias primas y chips, por productos manufacturados

China ha logrado reforzar su estatus como «fábrica del mundo» en la última década y ha diversificado la distribución geográfica de sus exportaciones mientras ha ganado importancia como mercado de destino de las exportaciones de sus socios comerciales. Su modelo de crecimiento, anclado en una elevada inversión y orientado hacia los

6. En el caso de las tierras raras, se estima que las reservas de China se sitúan entre 44 y 50 millones de toneladas métricas, aproximadamente la mitad de las reservas globales. Por otro lado, China representó prácticamente el 70% de la extracción global (o 270.000 toneladas métricas) en 2024. Además de liderar el mundo en reservas y extracción de tierras raras, China es importadora neta de estos materiales, en bruto, lo que refleja la competitividad de sus industrias de refino y la gran demanda por estos materiales de su industria manufacturera, insumos esenciales de un largo espectro de sectores, como la maquinaria, la electrónica y los automóviles. Asimismo, en 2024, China importó 130.000 toneladas métricas de tierras raras. En el top 5 de mayores exportadores, en valor, se sitúan tres países asiáticos participantes en la BRI (Myanmar, Malasia y Laos), Rusia e India. Véase «Rare Earth Elements: Understanding China's Dominance in Global Supply Chains», China Briefing, publicado el 29 de agosto de 2025 (último acceso: 19/11/2025).

7. Por ejemplo, desde Suiza y el Reino Unido destaca el aumento de importaciones de oro, mientras que desde Irlanda destacan las de maquinaria eléctrica y electrónica. En el caso de Malasia, la disminución de concentración de exportaciones a China viene explicada por la pérdida de peso de la maquinaria eléctrica y electrónica, mientras que las exportaciones de combustibles representan casi un 40% del total (vs. un 23% en términos globales), frente a cerca del 10% hace una década.

Global: evolución de concentración de exportaciones y de la cuota de mercado a China por país, entre 2013 y 2023



Nota: Se calcula el diferencial del índice de Herfindahl-Hirschman (HH), entre 2013 y 2023, para las exportaciones globales y a China de cada país, a nivel HS2. El tamaño de cada círculo indica el cambio, en p. p., de la cuota de exportaciones de cada país a China en el periodo. Las burbujas en azul indican una caída de la cuota de exportaciones a China (casos de EE. UU., India, Taiwán o Tailandia) y en gris, un aumento. Los países europeos en la muestra se destacan en naranja, todos con aumentos de cuota de exportaciones a China (Suiza: +5,9 p. p., Irlanda: +4,5 p. p., Reino Unido: +4,2 p. p., Alemania y España: +0,2 p. p.). Los países señalados con borde gris tienen participación oficial en la BRI (exc.: Rusia, con participación incierta, y Panamá, que salió de la BRI en 2025). Como ejemplo, Perú ha visto un aumento de la concentración de sus exportaciones a China de 2.591 puntos (de 4.652,1 a 7.243,9), y la concentración de sus exportaciones globales ha crecido 688 puntos (de 1.270,5 a 1.958,9). En el periodo, las exportaciones a China han pasado de representar un 16% a un 34% del total. * En Panamá, el aumento del índice de concentración de las exportaciones a China fue de 7.367 puntos (1.147 el global).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Observatorio de Complejidad Económica.

mercados internacionales, se ha ido transformando, con un fuerte impulso en sectores estratégicos como la energía verde, la movilidad eléctrica y la electrónica avanzada. Asimismo, se ha producido una reconfiguración de las relaciones comerciales a nivel global, en la que China ha logrado una ventaja competitiva en un largo espectro del sector manufacturero mientras se ha convertido en un ávido importador de bienes intermedios, entre los que se incluyen la energía, los minerales y los circuitos integrados. Los principales socios comerciales de China, especialmente aquellos integrados en la Franja y Ruta, se han convertido así en testigos directos de la profunda transformación del gigante asiático. De esta manera, mientras China ha ganado importancia en el comercio global, también ha desencadenado cambios en la estructura productiva de esos países. Asimismo, a la vez que ha generado oportunidades, al promover inversiones y aumentar flujos comerciales entre países, una mayor integración económica con China también puede suponer algunos riesgos al promover industrias extractivas de bajo valor añadido y generar una mayor dependencia del gigante asiático, en términos económicos, financieros y geopolíticos.

Lúis Pinheiro de Matos (CaixaBank Research)
y Sergi Artés Sebastià (estudiante grado UPF)

Diversificación exportadora de la UE más allá de los aranceles de Trump

El proteccionismo comercial forma parte de la nueva normalidad geopolítica desde hace años, pero ha alcanzado su paroxismo en 2025 con la nueva Administración de EE. UU. En este entorno más hostil y en ausencia de un foro multilateral efectivo, la UE continúa desplegando sus esfuerzos para ampliar las relaciones económicas con diferentes regiones del mundo. La estrategia de diversificación se convierte en un instrumento valioso, no solo en la búsqueda de mercados con alto potencial de crecimiento para la exportación, sino también para avanzar en la deseada autonomía estratégica.

A la búsqueda de mercados en expansión

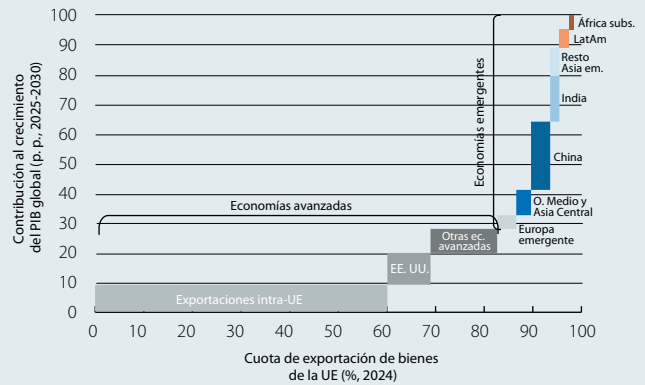
El principal destino de las exportaciones de los países de la UE continúa siendo mayoritariamente otro Estado miembro (en torno al 60% en 2024), lo que contrasta con la reducida aportación que se espera que tenga esta zona económica en el crecimiento global a medio plazo (menos del 10% en los próximos cinco años) (véase el primer gráfico). Una situación similar de desequilibrio entre exposición y potencial de crecimiento del mercado encontramos para el resto de las economías avanzadas, principalmente aquellas geográficamente más próximas y con las que la UE mantiene lazos históricos y comerciales desde hace décadas (Reino Unido, Suiza y Noruega). La principal excepción entre países desarrollados sería EE. UU., único de este grupo con el que no existe tratado comercial tras el fracaso del TTIP a mediados de la pasada década, y para el que su contribución esperada al crecimiento mundial supera la cuota en las exportaciones europeas (11% vs. 8%).

El diagnóstico es claramente asimétrico para el conjunto de economías emergentes y Asia en particular. Así, de acuerdo con las previsiones hasta 2030, China y la India –también sin acuerdo bilateral– explicarían algo más del 40% del crecimiento del PIB global en los próximos años, mientras que apenas suponían un 4% del total de exportaciones de la UE en 2024. Algo similar ocurre con el conjunto de países del ASEAN (entre los que la UE tiene un tratado comercial en vigor solo con Vietnam) y, en menor medida, para otras regiones como África subsahariana, América Latina, Oriente Medio y Asia Central. Solo existe una correspondencia entre cuota exportadora y protagonismo económico global con los países emergentes del entorno europeo, siendo el principal socio Turquía, con quien existe una unión aduanera desde 1995.

Acuerdos bilaterales para vencer la parálisis multilateral

La ronda de negociaciones de Doha se inició en 2001 y ya es, con diferencia, la más larga de la historia bajo el para-

UE: destino de las exportaciones por contribución al crecimiento mundial en los próximos años



Nota: Contribución al crecimiento del PIB global calculado en dólares ajustados por paridad de compra según las previsiones del FMI (WEO, octubre de 2025).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y del FMI.

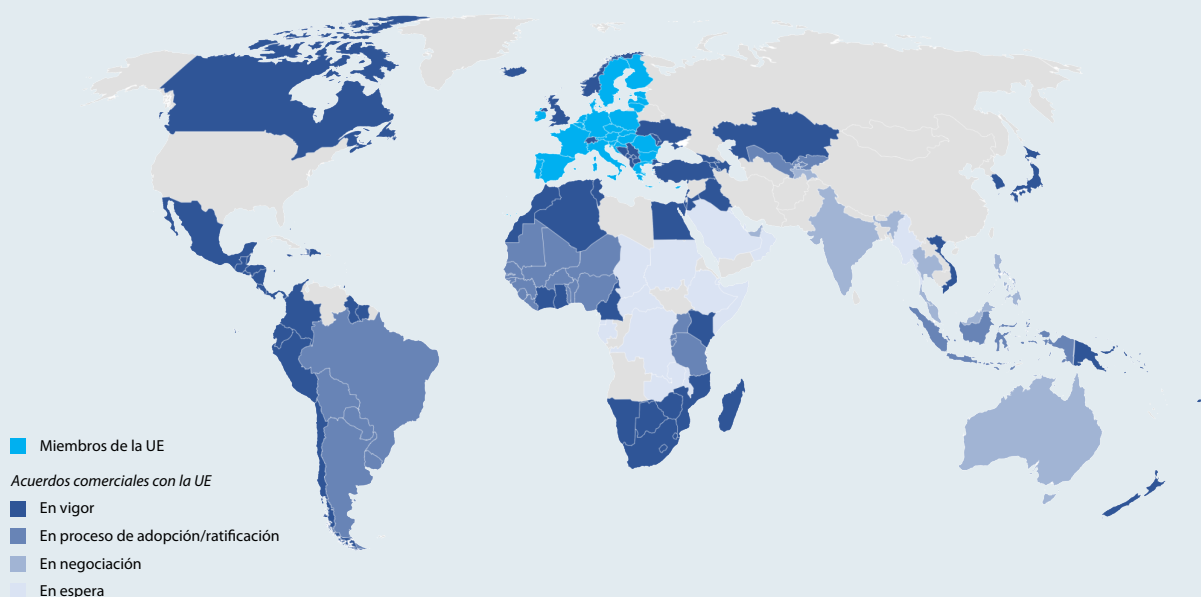
guas multilateral de la OMC, sin haber alcanzado acuerdos significativos para continuar con la reducción de barreras arancelarias y no arancelarias en el comercio de bienes y servicios. Ante la ausencia de avances, los países han optado por una agenda bilateral y regional, y se han firmado cerca de 300 acuerdos de esta naturaleza en el mundo durante las últimas dos décadas (frente a los menos de 100 vigentes al inicio del periodo). La UE no ha sido una excepción y ha ido ampliando progresivamente sus relaciones económicas fuera del entorno europeo, con un total de 37 acuerdos que han entrado en vigor entre 2001 y 2025 (véase el segundo gráfico). Entre los más relevantes por volumen de comercio, se encuentran los firmados con Japón (2019), Corea del Sur (2011), Canadá (2017), Ucrania (2014) y Singapur (2019).¹

De forma más reciente, la UE ha concluido negociaciones satisfactorias con MERCOSUR (diciembre de 2024) e Indonesia (septiembre de 2025). Los tratados están pendientes ahora de ratificación por parte del Consejo y el Parlamento Europeo, así como por parte de los diferentes Estados miembros. En el caso de MERCOSUR,² como ya ocurrió en 2019-2020, Francia es el principal opositor a su adopción definitiva por la competencia de productos agrícolas, una visión compartida por Polonia e Irlanda, mientras que los aspectos medioambientales alimentan las reticencias de Austria, Bélgica y Países Bajos. En paralelo, la UE mantiene

1. Los acuerdos con Canadá y Ucrania están provisionalmente en vigor a la espera de ratificación definitiva por parte de los Estados miembros, y la UE continúa negociando con Singapur el acuerdo específico en materia de comercio digital.

2. Los actuales miembros de MERCOSUR son Argentina, Bolivia, Brasil, Paraguay y Uruguay. Venezuela está suspendida desde 2016.

Mapa de acuerdos comerciales de la UE



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

negociaciones abiertas con India, Emiratos Árabes Unidos, Australia y con otros tres países más de la ASEAN (Filipinas, Malasia y Tailandia).³

El potencial de la diversificación frente al proteccionismo de Trump

Un rasgo protagonista de la Administración surgida hace un año de las elecciones en EE. UU. está siendo, sin duda, su política comercial más proteccionista. Para el caso de la UE, esto ha supuesto, según nuestras estimaciones, un incremento del arancel promedio de entrada en el mercado estadounidense de hasta el 12%, desde el 1% vigente en 2024.⁴ Ante este escenario, las empresas exportadoras europeas están adoptando diferentes estrategias de mitigación que pasan por proyectos de inversión directa en EE. UU. o la búsqueda de destinos alternativos para sus productos.⁵

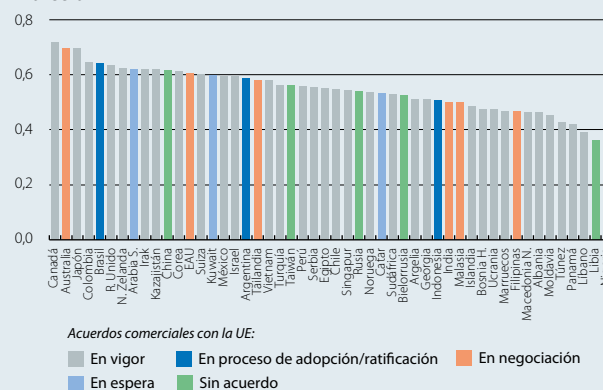
Respecto a esta segunda opción, es lógico pensar que las mercancías que se dejen de vender en el mercado estadounidense encajarán más fácilmente en aquellos países donde la estructura de exportaciones de la UE por producto sea más parecida. Según el índice de similitud exportadora,⁶ estimamos que los candidatos para desviar

comercio desde EE. UU. serían en su mayoría países desarrollados, como Canadá, Australia, Japón, el Reino Unido y Nueva Zelanda, pero también algunas economías latinoamericanas, como Brasil y Colombia (véase el tercer gráfico). Otro elemento importante es el grado de acceso a estos mercados por parte de los productos europeos. En general, este es positivo, ya que la UE tiene firmados acuerdos comerciales con los países anteriores o la tarifa de nación más favorecida es baja comparada con la que aplica ahora EE. UU. La excepción notable es Brasil, en particular para la entrada de productos agrícolas.

En este punto, con una visión más a medio plazo, cabe preguntarse si los acuerdos comerciales de la UE que están

Mercados alternativos para la UE: similitud con exportaciones a EE. UU. (2024)

Índice 0-1



Notas: El índice de similitud de un país con la estructura de exportaciones de la UE a EE. UU. se construye como la suma del valor mínimo para ambos países del peso de cada grupo de productos en el total de exportaciones. El índice oscila entre 0 (estructuras comerciales totalmente diferentes) y 1 (estructuras comerciales idénticas). Los grupos de productos se corresponden con 4 dígitos de la clasificación HS.

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

3. Junto con Indonesia, denominamos a este grupo ASEAN-4.

4. El acuerdo de finales de julio entre EE. UU. y la UE establece un arancel general de entrada del 15% para las exportaciones europeas, sobre el que se aplican exenciones a una serie de productos, como los farmacéuticos genéricos.

5. Véase, para el caso de España, el artículo «Tensiones arancelarias y reconfiguración de los flujos comerciales: impacto en España», publicado en el Observatorio Sectorial del primer semestre de 2025.

6. Véase De Soyres et al. (2025), «The Sectoral Evolution of China's Trade», FEDS Notes.

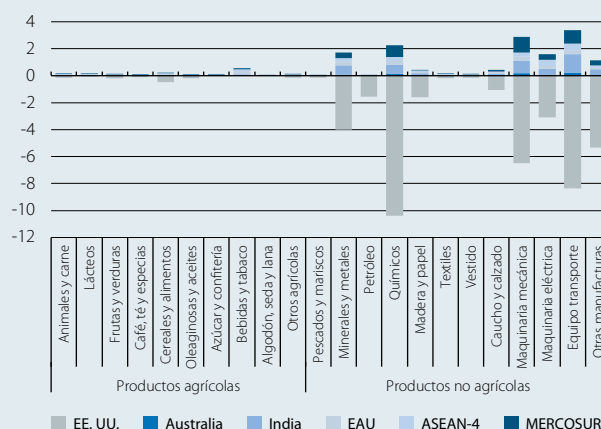
pendientes de ratificación y aquellos que se están negociando serán capaces de compensar cuantitativamente la potencial pérdida de mercado estadounidense. Una primera aproximación sobre el reto nos la da el valor de las exportaciones de la UE en 2024, año en el que las ventas de bienes a EE. UU. alcanzaron 530 mil millones de euros (mM), una cifra que más que duplica la suma de MERCOSUR, ASEAN-4, Australia, India y Emiratos Árabes Unidos (235 mM). Una segunda estimación más fina, en la que consideramos la respuesta de las importaciones de productos europeos al cambio de aranceles previsto en cada país (aumento en EE. UU. y reducción en el resto), nos ofrece una lectura similar. Incluso en el escenario en el que el desarme arancelario fuera completo con los nuevos socios comerciales, estos mercados alcanzarían a cubrir algo menos del 40% de lo que se perdería en EE. UU. (véase el cuarto gráfico).⁷ Por grupo de productos, la capacidad de compensación sería menor para la industria química, maquinaria y equipo, mientras que el saldo neto podría ser positivo para los productos agrícolas.

La diversificación exportadora no debe ser solo una respuesta comercial ante el proteccionismo estadounidense, sino una pieza central para reforzar la autonomía estratégica europea a través de cadenas de valor confiables. En un mundo fragmentado, la UE necesita más resiliencia, pero esto no implica cerrarse sobre sí misma. Los acuerdos con nuevos socios abren mercados en expansión, pero también amplían el acceso a recursos energéticos y minerales críticos, así como permiten tejer alianzas para avanzar a nivel global en temas clave como la transición verde. Todo ello sin olvidar que el mayor reto continúa estando dentro de la propia UE. Avanzar en la agenda estructural competitiva es imprescindible para que nuestros socios comerciales más relevantes –nosotros mismos– no sigan siendo la región que menos contribuye al crecimiento global.

David Martínez Turégano

Efecto de mayores aranceles en exportaciones a EE. UU. Compensación vía nuevos acuerdos comerciales de la UE

(miles de millones de euros)



Notas: ASEAN- 4 incluye Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. MERCOSUR incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Paraguay y Uruguay. Grupos de productos definidos por la OMC. Estimación propia de aumento de aranceles por parte de EE. UU. según el acuerdo comercial de finales de julio con la UE y anuncios posteriores para productos farmacéuticos y exenciones a socios recíprocos. Para el resto de países asumimos la reducción a cero del arancel de nación más favorecida vigente y publicado por la OMC. Asumimos una elasticidad demanda-precio de -1.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de la OMC.

7. El efecto compensatorio no cambia en términos relativos para diferentes valores de la elasticidad demanda-precio siempre que sea la misma para todos los países. Lo que sí cambia sustancialmente es la magnitud del reto en términos agregados, ya que con una elasticidad unitaria –que prevalece a corto plazo– se perderían unos 40 mM de exportaciones a EE. UU. (un 8% del total), mientras que con un valor cuatro veces superior –más razonable a medio plazo–, esta cifra se situaría en 175 mM (un tercio del nivel actual).

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

ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Actividad									
PIB real	2,9	2,8	2,4	2,0	2,1	...	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,2	3,4	4,1	4,8	4,9	4,7	4,2	...	...
Confianza del consumidor (valor)	105,4	104,5	110,6	99,8	93,1	97,4	95,6	95,5	88,7
Producción industrial	–0,2	–0,7	–0,9	0,7	0,5	1,4	1,6	...	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,2	50,1	48,7	48,6	49,1	48,7	48,2
Viviendas iniciadas (miles)	1.421	1.371	1.387	1.401	1.354	...	...	...	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	312	330	336	340	338	337	338	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	4,4	...	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,3	60,1	59,9	60,0	59,8	59,6	59,7	...	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–2,8	–3,0	–3,5	–3,6	...	...	...	...
Precios									
Inflación general	4,1	3,0	2,7	2,7	2,4	2,9	3,0	...	...
Inflación núcleo	4,8	3,4	3,3	3,1	2,8	3,1	3,0	...	...

JAPÓN

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Actividad									
PIB real	1,2	–0,2	1,0	1,8	2,0	1,1	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	35,1	37,2	36,1	34,7	32,8	34,6	35,3	35,8	37,5
Producción industrial	–1,4	–3,0	–2,5	2,5	0,8	0,6	2,0	1,6	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	14,0	12,0	13,0	14,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,0	–0,9	–0,7	–0,5	–0,5	–0,5	...
Precios									
Inflación general	3,3	2,7	2,9	3,8	3,4	2,9	2,9	3,0	...
Inflación subyacente	3,9	2,4	2,3	2,7	3,2	3,2	3,0	3,1	...

CHINA

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Actividad									
PIB real	5,4	5,0	5,4	5,4	5,2	4,8	–	–	–
Ventas al por menor	7,8	3,3	3,8	3,6	4,4	2,4	3,0	2,9	...
Producción industrial	4,6	5,6	5,6	6,8	6,2	5,8	6,5	4,9	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	49,8	50,2	49,9	49,4	49,5	49,8	49,0	49,2
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	865	997	997	1.086	1.146	1.177	1.177	1.171	...
Exportaciones	–5,1	4,6	10,0	5,7	6,0	6,5	8,2	–1,2	...
Importaciones	–5,5	1,0	–1,8	–6,8	–0,9	4,3	7,4	1,0	...
Precios									
Inflación general	0,2	0,2	0,2	–0,1	0,0	–0,2	–0,3	0,2	...
Tipo de interés de referencia ³	3,5	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,1	7,1	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	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Ventas al por menor (variación interanual)	-1,9	1,2	2,3	2,4	3,0	1,9	1,2	1,5	...
Producción industrial (variación interanual)	-1,6	-3,0	-1,6	1,5	1,3	1,4	1,2	...	...
Confianza del consumidor	-17,4	-14,0	-13,5	-14,1	-15,7	-15,0	-14,9	-14,2	-14,2
Sentimiento económico	96,2	95,7	95,0	95,5	94,4	95,6	95,7	96,8	97,0
PMI manufacturas	44,4	45,9	45,4	47,6	49,3	50,1	49,8	50,0	49,6
PMI servicios	48,8	51,5	50,9	51,0	50,1	50,9	51,3	53,0	53,6
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,5	1,2	0,7	0,8	0,7	0,6	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,6	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4	...
Alemania (% pobl. activa)	3,1	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,8	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,3	7,5	7,6	7,7	7,7	7,7	...
Italia (% pobl. activa)	7,7	6,6	6,2	6,3	6,3	6,1	6,2	6,0	...
PIB real (variación interanual)	0,6	0,8	1,3	1,6	1,5	1,4	-	-	-
Alemania (variación interanual)	-0,7	-0,5	-0,2	0,2	0,3	0,3	-	-	-
Francia (variación interanual)	1,6	1,1	0,6	0,6	0,7	0,9	-	-	-
Italia (variación interanual)	1,1	0,5	0,5	0,8	0,5	0,6	-	-	-

Precios

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
General	5,5	2,4	2,2	2,3	2,0	2,1	2,2	2,1	2,2
Núcleo	5,0	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4

Sector exterior

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Saldo corriente	2,0	3,4	3,4	3,0	3,6	5,2	5,2	...	...
Alemania	5,5	5,8	5,8	5,4	6,6	9,4	9,4	...	...
Francia	-1,0	0,1	0,1	0,0	-0,3	-1,0	-1,0	-1,5	...
Italia	0,2	1,1	1,1	0,9	1,3	2,6	2,6	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,7	95,0	94,1	93,5	96,7	98,4	98,7	98,1	97,8

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	2,7	0,8	1,4	2,2	2,6	2,9	2,9	2,9	...
Crédito a hogares ^{2,3}	1,7	0,5	0,9	1,5	2,1	2,5	2,6	2,8	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	4,6	4,9	4,4	3,9	3,4	3,2	3,2	3,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	4,4	4,6	4,3	4,0	3,7	3,6	3,5	3,5	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	-8,5	-3,9	1,2	3,7	5,4	5,6	5,5	5,7	...
Otros depósitos a corto plazo	21,1	12,4	6,0	2,3	-0,1	-1,5	-2,1	-1,8	...
Instrumentos negociables	20,1	20,0	18,0	14,7	11,1	4,4	4,3	1,9	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,7	3,0	2,6	2,2	1,9	1,7	1,7	1,8	...

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

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

La economía española encara con dinamismo la recta final de 2025

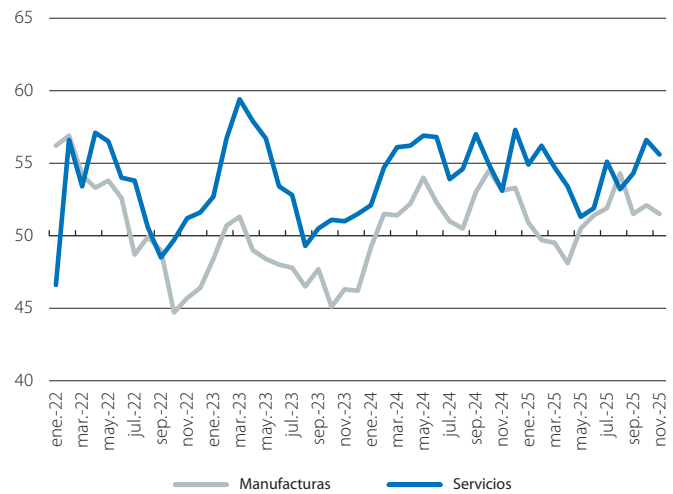
Los indicadores de actividad de noviembre apuntan a un 4T muy positivo. El consumo privado mantiene un tono dinámico, apoyado en la recuperación gradual de la renta real disponible de los hogares y unos tipos de interés más bajos. Al mismo tiempo, los indicadores de actividad empresarial muestran solidez y el mercado laboral sigue creando empleo. Este contexto anticipa un cierre de año mejor de lo previsto. Concretamente, el indicador de consumo de CaixaBank Research muestra que el gasto realizado con tarjetas españolas en las tres primeras semanas de noviembre aumentó un 6,9% interanual, muy por encima del 3,2% del 3T. Asimismo, el índice de comercio al por menor, deflactado y corregido por efectos de estacionalidad, mantuvo en el mes de octubre un notable avance del 3,8% interanual. Por el lado de la oferta, el PMI para el sector manufacturero se situó en noviembre en los 51,5 puntos, un registro ligeramente por debajo del mes anterior, de 52,1 puntos, y del 3T (52,6), pero que sigue cómodamente por encima del umbral que marca crecimiento en el sector (50 puntos). Asimismo, el PMI del sector servicios marcó 55,6 puntos, un registro elevado, algo inferior a octubre pero superior al 3T (54,2).

Buenos datos del mercado laboral en el 4T. En noviembre, un mes tradicionalmente de caída de la afiliación debido al descenso del empleo en la hostelería, el mercado laboral mostró un buen tono: la afiliación a la Seguridad Social cayó en 14.358 personas respecto a octubre (-0,07%), menos que en años anteriores, y en términos desestacionalizados aumentó en 44.734 personas. Así, la afiliación avanzó en octubre-noviembre un 0,6% intertrimestral (ajustado por estacionalidad), 1 décima más que en el trimestre anterior, lo que apunta a una mejora en el ritmo de creación de empleo. Esta tendencia positiva anticipa que se habrá creado más empleo en 2025 que en 2024, un dato ciertamente significativo: la afiliación ha aumentado en 474.846 trabajadores en los 11 primeros meses del año vs. los 462.276 de noviembre de 2024. Cabe destacar también en positivo que el paro registrado bajó en 18.805 personas respecto a octubre, hasta los 2,42 millones.

La inflación se estabiliza en cotas todavía algo elevadas. El indicador adelantado del IPC general de noviembre se situó en el 3,0%, 1 décima menos que en octubre, una estabilización tras la tendencia alcista observada desde mayo, cuando la inflación era del 2,0%. El leve descenso fue más modesto de lo esperado; el precio de la electricidad cayó menos de lo previsto respecto a octubre, mientras que alimentos y ocio y cultura presionaron al alza. Así, existen riesgos alcistas sobre la previsión de inflación debido a una inercia mayor de la esperada en la inflación ligada a los servicios, junto con la resistencia del precio de la electricidad a corregirse sustancialmente.

España: PMI

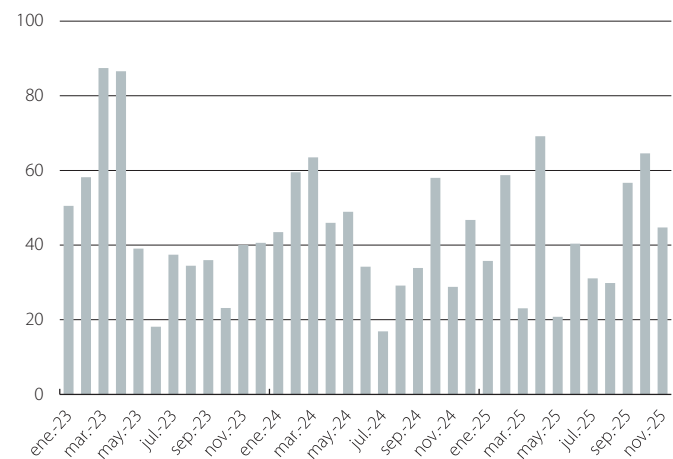
Nivel



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

España: afiliados a la Seguridad Social*

Variación intermensual (miles de personas)

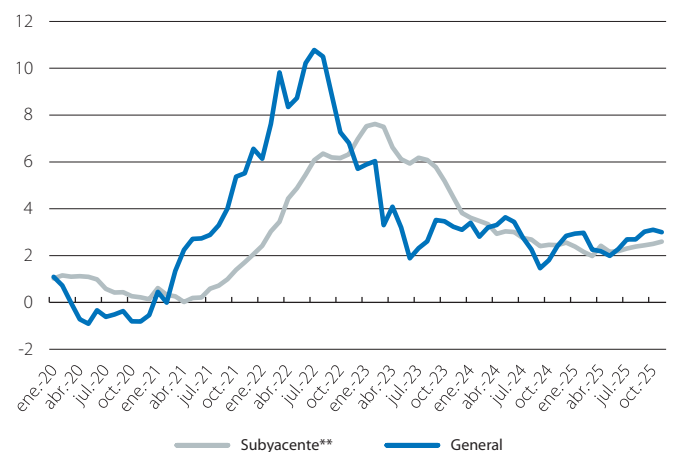


Nota: * Serie corregida de estacionalidad.

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

España: inflación*

Variación (%)



Notas: * Los datos de noviembre son preliminares. ** La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía.

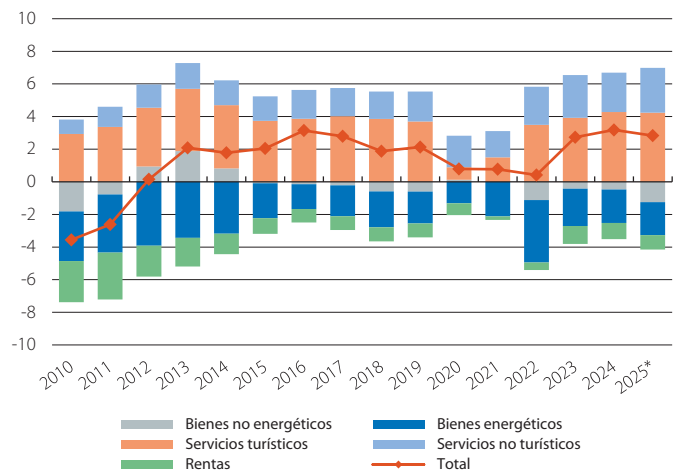
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Se reduce el superávit en cuenta corriente por el tirón importador. El saldo de la balanza por cuenta corriente hasta septiembre, en términos acumulados de 12 meses, arrojó un superávit del 2,8% del PIB, 0,3 puntos menos que en el conjunto de 2024. El retroceso se debió principalmente al gran dinamismo en importaciones de bienes no energéticos para abastecer una pujante demanda interna, muy superior a la de las exportaciones. Esto dejó un déficit del saldo de bienes no energéticos del 1,2% del PIB, 7 décimas más que a finales del año 2024. Por su parte, el déficit energético anotó una leve mejora al situarse en el 2,0% del PIB frente al 2,1% en 2024, con precios que siguen bajando (-15% interanual en 2025). Por el lado de los servicios, resalta el avance de los no turísticos, con un superávit del 2,7% del PIB frente a un 2,4% en 2024, con un aumento de las exportaciones del 10% interanual. El turismo mantuvo su buen desempeño con un superávit del 4,2% del PIB, tras su récord del 4,3% el año pasado. Por áreas geográficas, entre enero y septiembre, destaca una caída de exportaciones de bienes a EE. UU. del 7,4% interanual, que dejó un déficit comercial de 10.785,6 millones con el país estadounidense.

Reducción del déficit público hasta el 3T respecto al año pasado. Hasta septiembre, el déficit público consolidado (excluidas las Corporaciones locales) se redujo al 1,1% del PIB, frente al 1,5% del mismo periodo de 2024, gracias al fuerte dinamismo de los ingresos públicos (+7,2% interanual) frente a un gasto más contenido (+5,7%). En términos nominales, el déficit ha sido un 23% menor que hace un año. La recaudación fiscal creció un 7,8%, impulsada por los impuestos directos (+9,9%) e indirectos (+7,3%), mientras que las cotizaciones sociales avanzaron un 6,5%. Por el lado del gasto, destaca el aumento del vinculado a prestaciones sociales (+6,3%), en tanto que la remuneración de asalariados se mantuvo moderada (+3,1%), a la espera de que se aplique en diciembre de forma retroactiva la revalorización pactada del 2,5%. Con esta evolución, todo apunta a un déficit cercano al 2,5% del PIB en 2025 (vs. 3,2% en 2024), mejor que nuestra actual previsión del 2,7% elaborada con datos del primer semestre.

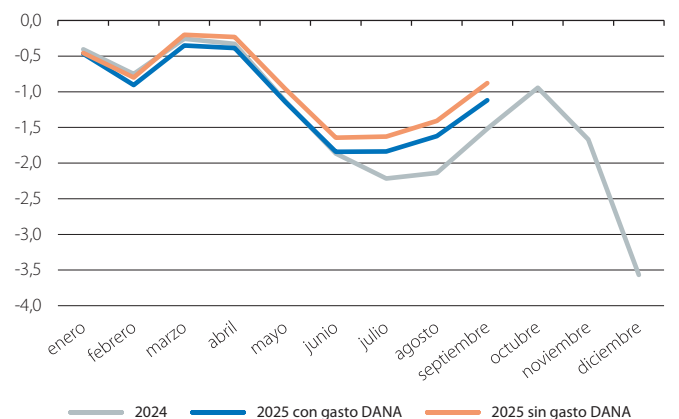
El aumento del precio de la vivienda no da tregua. El valor de tasación de la vivienda libre creció en el 3T un 3,0% intertrimestral y un 12,1% interanual, una aceleración respecto al 10,4% del 2T y la mayor subida desde 2005. Este repunte refleja el desequilibrio entre oferta y demanda, aunque en términos reales el precio sigue un 27% por debajo de los máximos de 2007. En este contexto, las compraventas están mostrando cierta volatilidad: tras varios trimestres con aumentos superiores al 10%, agosto registró una caída de las compraventas del 3,4% y septiembre, un leve repunte del 3,8%, aunque el volumen sigue siendo elevado con 707.800 operaciones en el acumulado de 12 meses, el máximo desde 2007.

España: balanza por cuenta corriente (% del PIB)



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

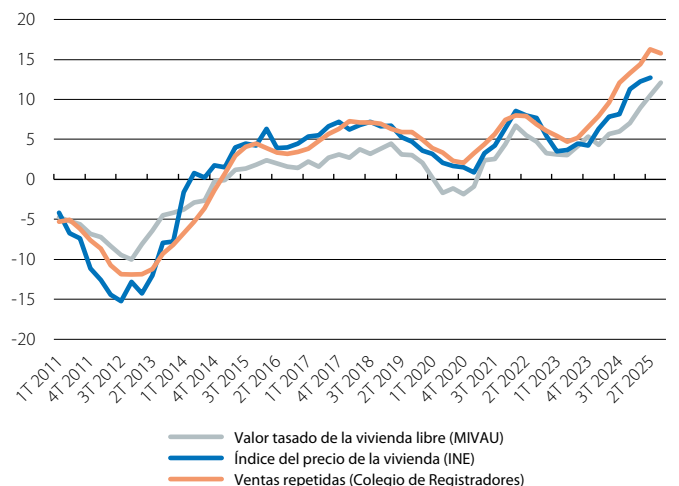
España: capacidad/necesidad de financiación de las Administraciones públicas (% del PIB)



Nota: Datos consolidados y que excluyen las Corporaciones locales, dado que los datos de estas todavía no se han publicado.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE.

España: precio de la vivienda Variación interanual (%)



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

¿Qué explica el repunte de las importaciones españolas?

Desde el 2T 2024 se observa un claro repunte de las importaciones españolas, que han pasado de una caída del 6% interanual en marzo de 2024 a un aumento del 5,3% en agosto de 2025 (cálculo sobre datos acumulados de 12 meses). Esta nueva tendencia plantea la necesidad de analizar si este repunte responde a un mayor dinamismo de la demanda interna o si refleja un aumento del contenido importador de nuestra economía.

¿Qué tipología de bienes estamos importando más?

En esta sección nos basamos en los datos de aduanas sobre importación de bienes, ya que ofrecen un desglose más detallado por sectores económicos. En el segundo gráfico, mostramos la contribución relativa de cada sector al crecimiento de las importaciones, en términos reales y excluidos los productos energéticos, comparando 2025 frente al último ciclo expansivo prepandemia (2015-2019). Dos hechos destacan del gráfico. En primer lugar, podemos ver que habitualmente las semimanufacturas y los bienes de equipo explican una gran parte del crecimiento de las importaciones, mientras que los sectores más relacionados con el consumo, como alimentación, manufacturas de consumo y bienes de consumo duradero, explican una proporción menor.

En segundo lugar, vemos que las semimanufacturas y los bienes de equipo explican en mayor medida el crecimiento de las importaciones en 2025 frente al 2015-2019, mientras que el sector automóvil, alimentación y manufacturas de consumo lo hacen en menor medida. Este cambio sugiere un perfil importador más orientado actualmente a los consumos intermedios y a la inversión respecto a la etapa prepandemia.

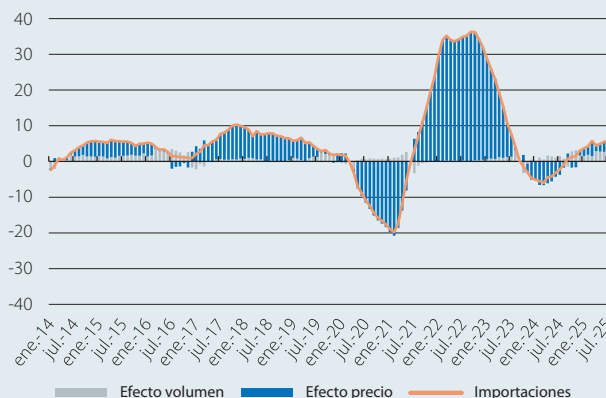
¿A qué responde el repunte reciente de las importaciones?

Para complementar el análisis, estimamos una regresión de las importaciones respecto a los componentes de la demanda final: consumo privado, gasto público, inversión, exportaciones de bienes y exportaciones de servicios. Dado que trabajamos con datos de contabilidad nacional, en este ejercicio nos centramos en importaciones totales, no únicamente de bienes. El modelo se ajusta bien a los datos y, tal como esperaríamos, muestra que los componentes de la demanda final que más contribuyen a explicar las importaciones son la inversión y las exportaciones de bienes, seguidos por el consumo privado.¹ La

1. Se hace una regresión lineal entre la variación interanual de las importaciones, en términos reales, frente a las variaciones interanuales de los componentes de la demanda final. La regresión presenta un R^2 del 94%. Las importaciones presentan una elasticidad del 0,54 frente a la inversión, del 0,50 frente a las exportaciones de bienes y del 0,46 frente al consumo privado.

España: importaciones totales nominales

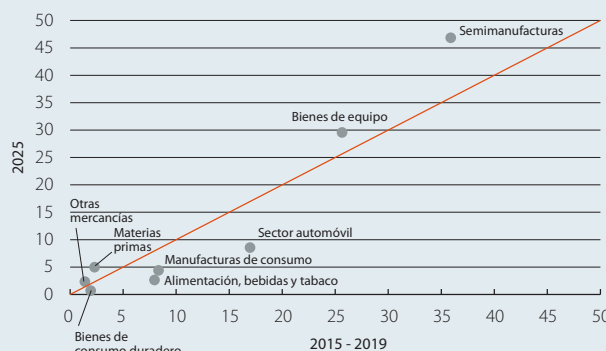
Variación interanual del acumulado de 12 meses (%) y contribuciones (p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

España: importaciones reales por sector*

Contribución relativa al crecimiento (%)**

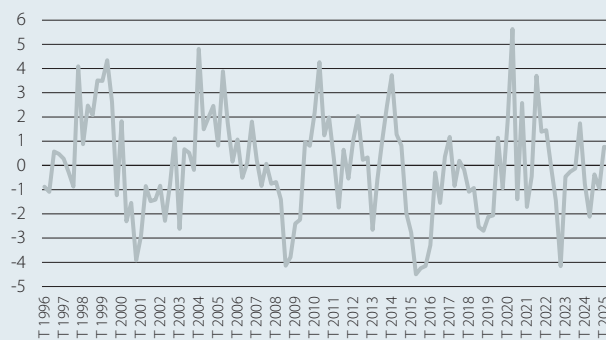


Notas: * Las contribuciones están expresadas como porcentaje respecto al crecimiento total de las importaciones no energéticas. Si un sector está por encima de la diagonal, quiere decir que su contribución relativa ha sido mayor en 2025 que en el periodo 2015-2019, y viceversa. ** Datos acumulados enero-agosto.

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

España: relación entre importaciones y los componentes de la demanda final*

Nivel



Nota: * Residuo de una regresión entre la variación interanual de las importaciones reales y cada uno de los componentes de la demanda final (consumo privado, público, inversión y exportaciones de bienes y servicios).

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

interpretación de los residuos permite identificar las desviaciones entre las importaciones efectivas y las que cabría esperar según la demanda final. En 2024, las importaciones se situaron algo por debajo de lo esperado (véase el tercer gráfico), mientras que en 2025 los errores se encuentran ligeramente por encima. En ambos años las magnitudes son pequeñas, lo que sugiere que el repunte actual está alineado con el comportamiento de la demanda final y no con un aumento del contenido importador de la misma.

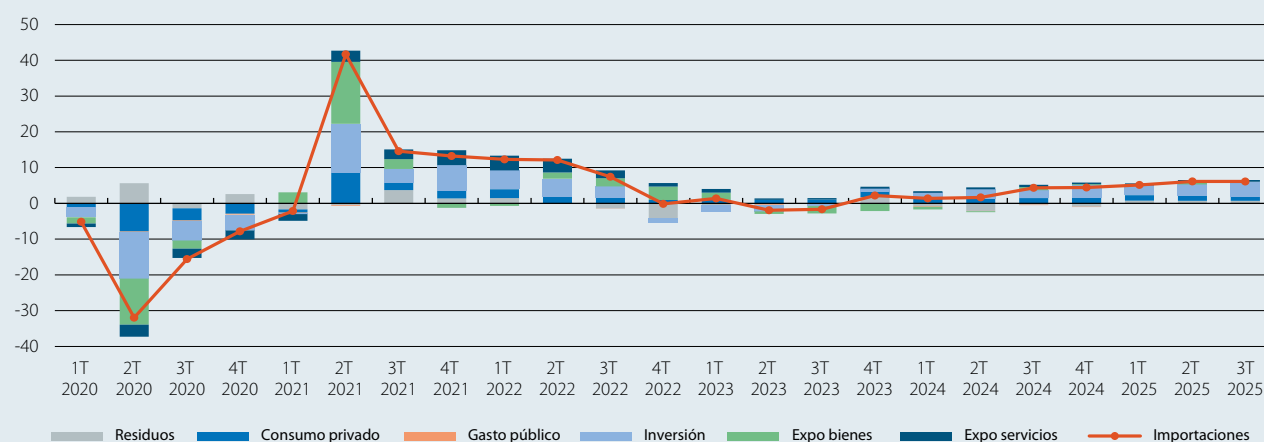
Por último, a partir de los coeficientes estimados de la regresión, podemos ver la evolución temporal de las con-

tribuciones de los componentes de la demanda al crecimiento de las importaciones. Tras las grandes fluctuaciones producidas por la pandemia, a partir de 2024 el componente inversor gana protagonismo y pasa de 1,4 p. p. en el 1T de ese año a 4,1 p. p. en el 3T 2025. El consumo privado es el segundo protagonista y se mantiene estable entre 1,2 p. p. y 1,6 p. p. Este patrón refuerza la conclusión de que el reciente tirón importador español responde principalmente a una mayor demanda de inversión, seguida por la del consumo de hogares.

Catalina Becu

España: importaciones

Variación interanual (%) y contribuciones (p. p.)



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

¿Cuándo descenderá la tasa de ahorro de los hogares españoles?

En este artículo, analizamos los datos más recientes de la tasa de ahorro de los hogares españoles, que se mantiene elevada, y los factores estructurales y coyunturales que explican su evolución. Ello nos ayuda a entender cuál puede ser su trayectoria en los próximos años.

Ahorro elevado impulsado por el dinamismo de los ingresos

En términos acumulados de los últimos cuatro trimestres, la tasa de ahorro de las familias en el 2T 2025 ha subido ligeramente hasta el 12,8% de la renta bruta disponible (RBD), frente al 12,6% del trimestre anterior. Este nivel sigue muy por encima del promedio de 2015-2019 (7,2%) y prolonga el repunte iniciado en 2023. La práctica estabilización de la tasa de ahorro en niveles altos se produce por una convergencia en el ritmo de crecimiento de la RBD y el gasto de las familias, del 6,0% y 5,9% interanual, respectivamente.

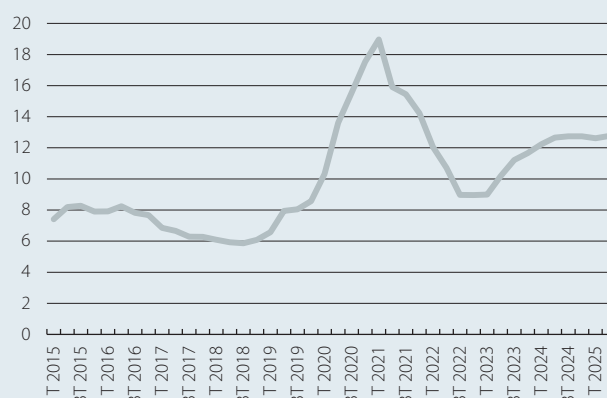
Factores clave en la evolución de la tasa de ahorro: evidencia empírica en el caso de España

Según la literatura económica, hay diversos factores que hay que tener en cuenta para explicar la evolución de la tasa de ahorro. Entre ellos, destacan los tipos de interés, ya que si aumentan, hacen el ahorro más atractivo; la inflación, al estar relacionada con el poder adquisitivo y, por ende, la capacidad de ahorrar; y la tasa de paro, ya que si esta aumenta, se incrementa el ahorro por motivos de precaución. Asimismo, es importante tener en cuenta la demografía, dado el efecto tradicional de ciclo vital según el cual la tasa de ahorro es mayor para personas de edad mediana y menor para personas jóvenes y jubilados. Otro factor relevante es la incertidumbre, ya que estimula el ahorro por motivos de precaución.

Para analizar el impacto y el peso de estos factores, realizamos una regresión lineal entre la variación de la tasa de ahorro sobre la variación del euríbor a 12 meses, como *proxy* de los tipos de interés, la inflación, la variación de la tasa de paro (ajustada por el número de personas en ERTE), la variación del índice de incertidumbre de política económica (EPU, por sus siglas en inglés) para España que publica el Banco de España, la variación de la riqueza financiera neta en porcentaje del PIB y la variación del peso sobre la población total de un conjunto de franjas de edades.

El análisis confirma una relación clara entre la tasa de ahorro y cuatro factores principales: tipos de interés, inflación, desempleo y riqueza financiera neta. Los efectos son los esperados. Tipos de interés más altos fomentan el ahorro; una inflación elevada merma el poder adquisitivo y, por ende, reduce la capacidad de ahorrar; un mayor desempleo impulsa el ahorro por precaución; y más riqueza financiera anima al consumo y reduce el ahorro, aunque

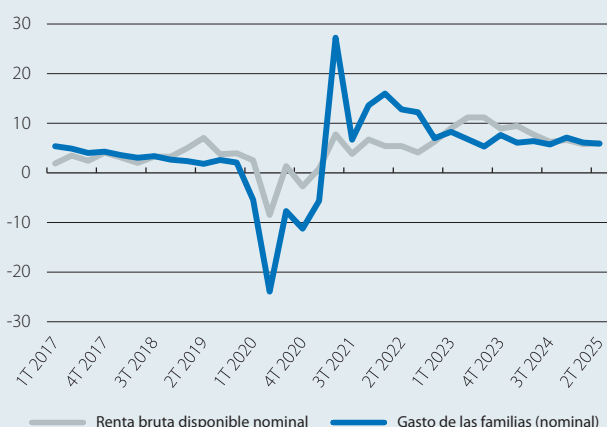
España: tasa de ahorro (% de la renta bruta disponible)



Nota: Acumulados de cuatro trimestres.

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

España: renta bruta disponible y consumo Variación interanual (%)



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

este efecto es menor. Por el contrario, la incertidumbre no resulta significativa y las variables demográficas son, en general, inestables o no estadísticamente significativas, quizás porque evolucionan de manera muy gradual y esto dificulta captar su efecto a corto plazo.

El modelo que estimamos tiene un elevado poder explicativo y describe de una manera clara la evolución de la tasa de ahorro en los últimos años. Ello se puede ver en el tercer gráfico, donde mostramos, en frecuencia semestral, las diferencias interanuales de la tasa de ahorro y las contribuciones de cada factor explicativo a estos movimientos. Tal y como se observa, según el modelo, el aumento de la tasa de paro fue el principal factor que explica el aumento del ahorro que vimos durante la pandemia (más allá del impacto de las restricciones a la movilidad, que es seguramente lo que se refleja en el residuo). A partir de 2021, la tasa de ahorro se empezó a moderar debido a la reactivación del mercado laboral y, en 2022, empezó a caer debido al

aumento de la inflación. Finalmente, el nuevo repunte en la tasa de ahorro que vimos en 2023 se explica por la conjugación de la moderación de las tasas de inflación, así como el impacto de las subidas de tipos de interés que incentivan al ahorro. En los últimos dos semestres hemos visto cómo la tasa de ahorro se ha ido estabilizando, debido al desvanecimiento del impacto de los tipos de interés –de hecho, con las bajadas de tipos durante 2024 y principios de 2025, en el último semestre ya presionan a la baja al ahorro–.

Finalmente, realizamos un ejercicio de descomposición de la varianza para cuantificar el peso de cada factor en la evolución de la variación de la tasa de ahorro de los hogares en España en los últimos 25 años. Los resultados (véase el cuarto gráfico) muestran que la inflación y la tasa de paro son los factores más determinantes y explican más de la mitad de la varianza total. La demografía tiene un impacto más limitado (14,5%), mientras que los factores macrofinancieros (tipos de interés, riqueza financiera y endeudamiento) y la incertidumbre aportan un peso menor, del 10% y del 8%, respectivamente.

Perspectivas de la tasa de ahorro: reducción en los próximos años, pero suave

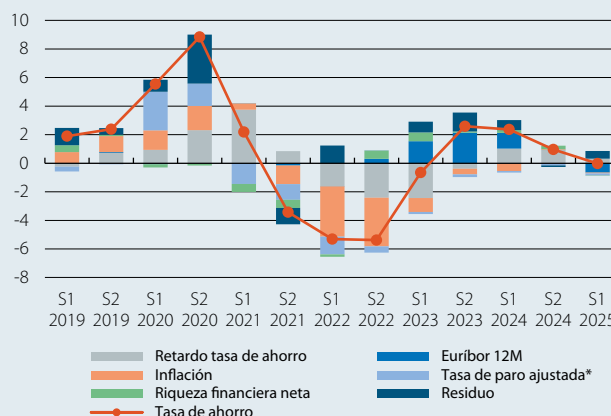
En 2025, prevemos que la RBD crezca en torno al 5,5%, apoyada en la fortaleza del mercado laboral y el aumento del gasto en pensiones, lo que, combinado con un aumento similar del consumo nominal, mantendría la tasa de ahorro cerca del 13%. En 2026, prevemos que el avance de la RBD se modere al 4,0%-4,5%, mientras que el consumo crecerá algo más que la RBD, iniciando así la reducción de la tasa de ahorro. Este descenso vendrá impulsado por la caída del paro por debajo del 10%, la menor incertidumbre tras la estabilización de los aranceles y el efecto gradual de los tipos más bajos en las decisiones financieras. La incógnita es la velocidad de ajuste.

Para ello, nos podemos guiar por el modelo estimado previamente. Si suponemos que la inflación convergerá hacia el 2% en 2026, que el euríbor se estabilizará alrededor del 2,2% actual, que la tasa de paro irá descendiendo de manera gradual hasta situarse en una horquilla de entre el 8% y el 9%, y que la riqueza financiera neta crecerá según su ritmo promedio histórico, obtenemos que la tasa de ahorro debería converger hacia el 10% en los próximos cinco años, una cifra sustancialmente inferior a la tasa actual, de cerca del 13%, pero algo superior a su promedio histórico.

En suma, la tasa de ahorro sigue elevada, lo que refuerza la capacidad futura de gasto. Tras estabilizarse en 2025, prevemos un descenso gradual en los próximos años. Cada punto menos en la tasa de ahorro eleva el PIB en 0,45 p. p. aproximadamente. Así, la caída acumulada estimada de 3 p. p. entre 2026 y 2030 aportaría unos 0,3 p. p. al año al crecimiento del PIB.

Oriol Carreras Baquer y Javier Garcia-Arenas

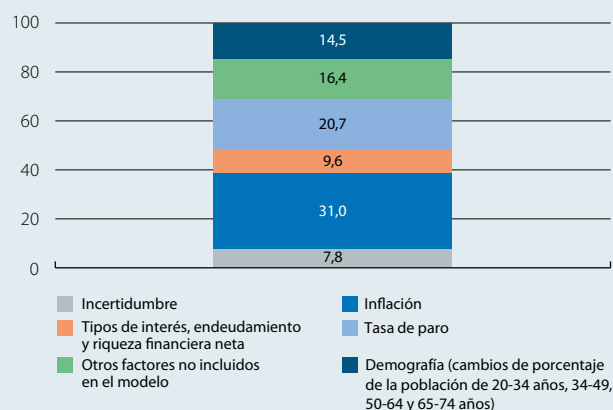
España: tasa de ahorro de los hogares Diferencia interanual y contribuciones (p. p.)



Nota: * Tasa de paro ajustada por ERTE.

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

España: factores que explican la variación de la tasa de ahorro (% de la variación total)



Notas: Las variables explicativas están expresadas también como la diferencia con su valor hace un año (en el caso de la inflación es por definición la variación interanual). La variación de incertidumbre se coge con un retardo, pues el impacto es mayor que con el valor contemporáneo.

Fuente: CaixaBank Research.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Industria									
Índice de producción industrial	-1,6	0,4	1,3	-0,7	1,5	2,5	1,7	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,5	-4,9	-6,0	-5,4	-5,2	-4,9	-4,6	-4,6	-3,4
PMI de manufacturas (valor)	48,0	52,2	53,6	50,0	50,0	52,6	51,5	52,1	51,5
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	0,5	16,7	16,7	20,1	14,8	7,9	7,9	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-10,2	9,7	9,7	17,0	22,9	18,7	18,7	...	...
Precio de la vivienda	4,0	8,4	11,3	12,2	12,7	...	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	10,1	8,1	6,3	4,3	4,3	3,7	...
PMI de servicios (valor)	53,6	55,3	55,1	55,3	52,2	54,2	54,3	56,6	55,6
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	2,5	1,8	2,9	3,4	5,1	4,5	4,1	3,8	...
Matriculaciones de automóviles	16,7	7,2	14,4	14,0	13,7	16,9	16,4	15,9	12,9
Indicador de sentimiento económico (valor)	100,5	103,0	101,4	103,3	103,2	103,7	104,9	103,9	105,9
Mercado de trabajo									
Población ocupada ²	3,1	2,2	2,2	2,4	2,7	2,6	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	12,2	11,3	10,6	11,4	10,3	10,5	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social ³	2,7	2,4	2,4	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5
PIB	2,5	3,5	3,7	3,1	3,0	2,8	...	...	...

Precios

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
General	3,5	2,8	2,4	2,7	2,2	2,8	3,0	3,1	3,0
Subyacente	6,0	2,9	2,5	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6

Sector exterior

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	0,2	3,3	2,0	0,8	0,8	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	0,1	4,2	4,1	4,6	4,6	...	...
Saldo corriente	40,9	50,7	50,7	47,8	49,1	47,0	47,0	...	...
Bienes y servicios	57,5	66,3	66,3	63,5	64,3	61,7	61,7	...	...
Rentas primarias y secundarias	-16,5	-15,7	-15,7	-15,7	-15,2	-14,7	-14,7	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	57,8	68,7	68,7	66,6	68,1	66,1	66,1	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	0,3	5,1	5,1	4,6	3,9	4,9	4,9	4,9	...
A la vista y preaviso	-7,4	2,0	2,0	3,1	5,0	7,2	7,2	7,3	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	100,5	23,5	23,5	12,6	-1,5	-6,6	-6,6	-6,1	...
Depósitos de AA. PP. ⁵	0,5	23,1	23,1	24,4	25,5	7,2	7,2	4,6	...
TOTAL	0,3	6,3	6,3	5,9	5,4	5,1	5,1	4,9	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	-3,4	0,7	0,7	1,7	2,6	2,8	2,8	3,2	...
Empresas no financieras	-4,7	0,4	0,4	1,6	2,5	2,3	2,3	3,0	...
Hogares - viviendas	-3,2	0,3	0,3	1,4	2,3	2,9	2,9	3,0	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	2,3	2,3	3,1	-261,4	3,7	3,7	4,3	...
Administraciones públicas	-3,5	-2,6	-2,6	-0,3	5,3	12,9	12,9	11,4	...
TOTAL	-3,4	0,5	0,5	1,6	2,7	3,4	3,4	3,7	...
Tasa de morosidad (%)⁶	3,5	3,3	3,3	3,2	3,0	2,9	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 economía portuguesa, apoyada por la demanda interna y con cuentas públicas equilibradas

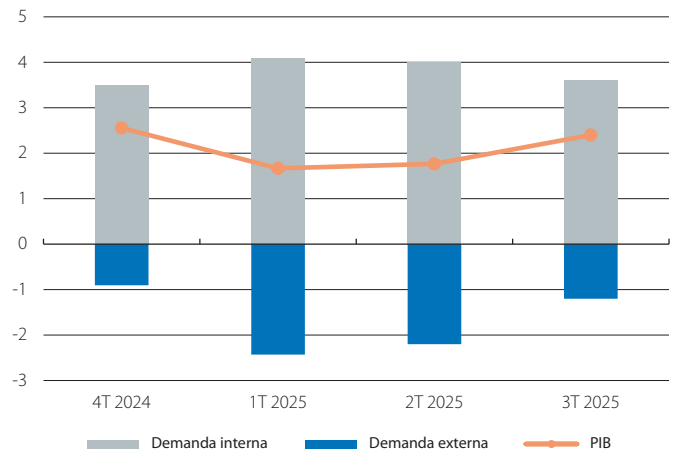
El crecimiento interanual del PIB se aceleró hasta el 2,4% en el 3T (1,8% en el 2T), y las perspectivas para 2026 se mantienen positivas. En el 3T, la demanda interna contribuyó 3,6 p. p., beneficiada por la solidez del consumo privado (+4,0% interanual) y de la inversión (+4,0%). La demanda externa siguió lastrando el crecimiento (-1,2 p. p.), aunque en menor medida que en el 2T. En términos intertrimestrales, se registró un crecimiento del 0,8%, en el que destaca el comportamiento de la inversión (+3,3% intertrimestral, +1 p. p.), anclada en un crecimiento significativo en equipos de transporte. En este contexto, esperamos que la economía portuguesa crezca en torno al 2% en 2026. El apoyo de la inversión, impulsada por la aceleración de los fondos NGEU y unos costes de financiación más reducidos, será un elemento clave. Mientras, el consumo privado seguirá apoyando el crecimiento y beneficiándose de la robustez del mercado laboral, la recuperación de los ingresos y la acumulación de ahorros en los últimos años. Por otro lado, se mantendrá la contribución negativa de la demanda externa por unas perspectivas moderadas para el avance de las exportaciones y la fortaleza continuada de las importaciones. La política fiscal seguirá siendo un factor de apoyo a la economía. En este ámbito, los datos de ejecución presupuestaria refuerzan la expectativa de que el saldo presupuestario pueda terminar 2025 incluso por encima de lo previsto por el Gobierno (0,3% del PIB), ofreciendo un mayor margen de maniobra fiscal de cara al próximo año.

Los datos de actividad del 4T siguen siendo escasos, pero los indicadores de sentimiento apuntan a una estabilidad de los niveles de confianza. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea se recuperó en noviembre y se situó en los 106,5 puntos (vs. 104,5 en octubre, 106,2 en el 3T). Del mismo modo, el indicador de clima económico del INE portugués aceleró hasta el 3,1% en noviembre y situó la media del trimestre en el 3%, 1 décima más que en el 3T, resultado de la mejora del sentimiento en el sector manufacturero. En los servicios se registró un deterioro, lo que refleja unas perspectivas algo más cautelosas respecto a la evolución de la demanda en los próximos meses. Por otro lado, la confianza de los consumidores sufrió un ligero deterioro en noviembre y señaló una mayor incertidumbre sobre la situación económica del país.

La inflación sigue moderándose, mientras que el empleo crece al ritmo más elevado en el periodo pospandemia. En noviembre, la inflación general retrocedió hasta el 2,2% (2,3% en octubre) y situó la inflación media de los últimos 12 meses en el 2,4%. La subyacente también descendió, hasta el 1,9% (2,1% en octubre). La variación intermensual negativa de ambos índices está en línea con su patrón histórico de estacionalidad y deja el camino abierto para que el año cierre con la inflación cerca del 2%. Por su parte, la población empleada alcanzó un nuevo máximo histórico en el 3T. El aumento del 3,7% interanual se explica, en gran medida, por los sectores de salud y apoyo social, hostelería y restauración, y tecnologías de información. También los datos mensuales muestran el buen dinamismo del mercado laboral, con un crecimiento del empleo superior al 3% interanual en octubre.

Portugal: PIB y contribución de la demanda interna y externa

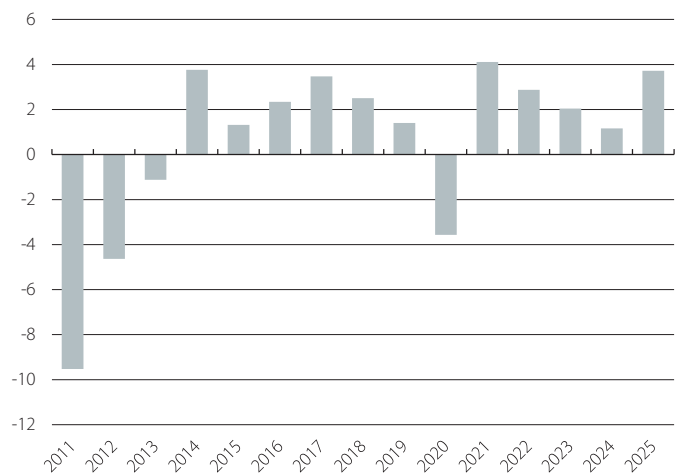
Variación interanual (%) y contribución (p. p.)



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

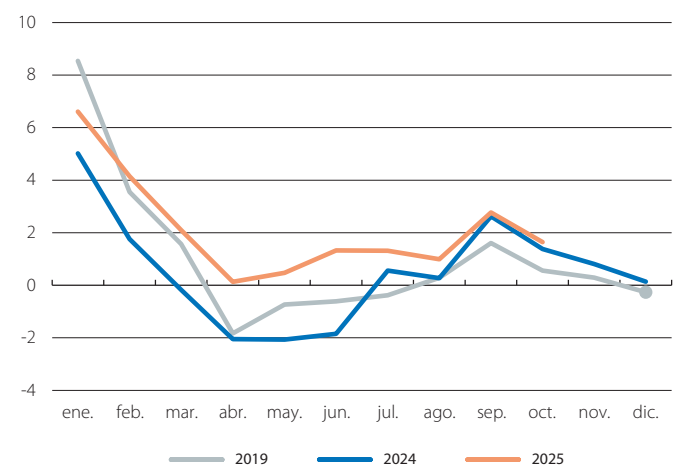
Portugal: población empleada

Variación interanual en el 3T de cada año (%)



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

Portugal: ejecución presupuestaria (% del PIB)



Nota: El punto muestra la proyección del Gobierno de Portugal para el final del año 2025.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal y de POG 2026.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Índice coincidente de actividad	3,9	2,0	1,9	1,8	1,8	2,0	2,1	2,2	...
Industria									
Índice de producción industrial	-3,1	0,8	-0,4	-2,3	1,2	2,6	2,0	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,4	-6,2	-4,2	-5,1	-4,8	-3,4	-3,0	-3,7	-2,6
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	7,5	6,5	23,6	39,8	19,4	7,0	1,6	...	...
Compraventa de viviendas	-18,7	14,5	32,5	25,0	15,5	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	9,1	8,5	13,2	15,8	17,4	18,2	17,7	17,7	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	6,3	4,6	4,0	2,6	2,6	2,6	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	7,7	5,6	10,9	12,5	6,6	12,9	12,4	10,7	7,8
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,1	3,3	5,0	4,5	4,8	5,3	5,3	4,5	...
Indicador coincidente del consumo privado	3,1	2,8	3,5	3,8	3,5	3,1	3,1	3,0	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-28,7	-18,0	-14,3	-15,5	-17,9	-16,2	-16,6	-15,9	-15,2
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,3	1,2	1,3	2,4	2,9	3,7	3,7	3,4	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,5	6,4	6,7	6,6	5,9	5,8	6,0	5,9	...
PIB	3,1	2,1	2,6	1,7	1,8	2,4	-	-	-

Precios

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
General	4,4	2,4	2,6	2,3	2,2	2,6	2,4	2,3	2,2
Subyacente	5,1	2,5	2,7	2,3	2,3	2,3	2,0	2,1	1,9

Sector exterior

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	2,0	2,0	5,3	4,3	2,2	2,2	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-4,0	2,0	2,0	5,4	7,0	6,5	6,5	...	...
Saldo corriente	1,5	6,0	6,0	4,2	3,7	3,8	3,8	...	...
Bienes y servicios	4,1	6,5	6,5	5,2	4,5	4,4	4,4	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,6	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9	-0,6	-0,6	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	5,5	9,1	9,1	7,5	7,1	7,6	7,6	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	-2,3	7,5	7,5	6,5	5,4	6,3	6,3	6,1	...
A la vista y ahorro	-18,5	-0,3	-0,3	5,0	5,1	8,6	8,6	8,1	...
A plazo y preaviso	22,2	15,3	15,3	7,8	5,8	4,3	4,3	4,4	...
Depósitos de AA. PP.	-12,4	26,7	26,7	29,3	39,6	-0,5	-0,5	15,6	...
TOTAL	-2,6	7,9	7,9	7,1	6,4	6,1	6,1	6,4	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	-1,5	1,9	1,9	3,3	4,9	5,8	5,8	6,1	...
Empresas no financieras	-2,1	-1,0	-1,0	0,1	2,2	2,3	2,3	2,4	...
Hogares - viviendas	-1,5	3,0	3,0	4,9	6,4	8,0	8,0	8,5	...
Hogares - otras finalidades	0,2	5,4	5,4	5,7	6,6	6,9	6,9	7,1	...
Administraciones públicas	-5,5	0,6	0,6	-8,0	3,8	4,8	4,8	5,7	...
TOTAL	-1,7	1,9	1,9	2,9	4,9	5,8	5,8	6,1	...
Tasa de morosidad (%)²	2,7	2,4	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.

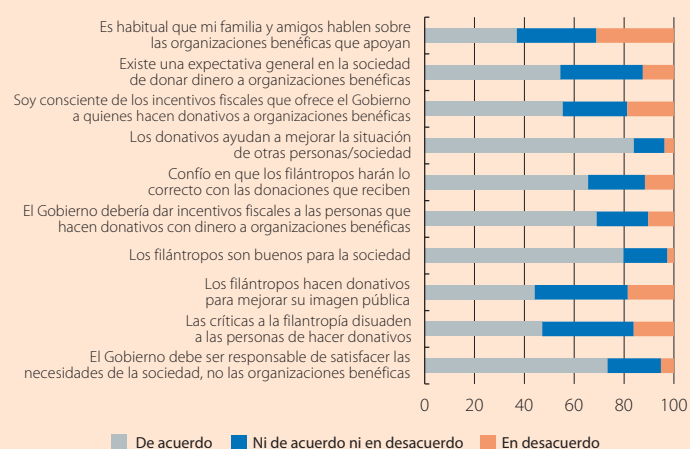
La filantropía en España: actitudes y comportamientos sociales

Donar sangre, hacer un donativo o colaborar con oenegés son formas de solidaridad comunes en todo el mundo. Incluso un gesto tan cotidiano como ceder el asiento a una persona mayor puede considerarse una muestra desinteresada de ayuda al prójimo. La solidaridad, en definitiva, se expresa a través de múltiples formas de participación social. Y la filantropía –cuyo origen etimológico proviene del griego φίλος (filos) y άνθρωπος (ánthropos), literalmente «amigo del hombre» o «persona que se distingue por el amor a sus semejantes y por sus obras en bien de la comunidad», de acuerdo con la RAE– es un complemento de las acciones del estado del bienestar en la atención de las necesidades sociales. Sin embargo, hay una escasez de evidencia sobre con qué frecuencia y en qué manera prestamos ayuda a los demás. Este Dossier, fruto de la colaboración entre la Fundación “la Caixa”, CaixaBank Research y la Universidad Pompeu Fabra, permite ofrecer una radiografía completa de la solidaridad en España desde una doble perspectiva: ofreciendo una visión global de las distintas formas de altruismo y del pago de donativos de los españoles.

En este primer artículo se examinan las actitudes sociales y el comportamiento filantrópico de la población española mediante la encuesta representativa que encargó el Observatorio Social de la Fundación “la Caixa” en 2024.¹ La encuesta recoge las percepciones sobre la solidaridad y las diferentes formas de expresarla por parte de los españoles, y se complementa con el posterior análisis de las donaciones monetarias, identificadas a partir de datos transaccionales anonimizados de clientes de CaixaBank. Esta fuente de información permite identificar donativos mediante domiciliaciones, transferencias, bizums y pagos con tarjeta, y cruzarla con variables sociodemográficas y financieras. Concretamente, en el resto de artículos que componen el Dossier se exploran las aportaciones económicas a oenegés y la tipología de las entidades receptoras;² las características sociodemográficas de los donantes y los volúmenes e importes de las donaciones,³ y la respuesta social ante situaciones de emergencia, tomando como referencia la DANA de octubre de 2024.⁴

Opiniones sobre la filantropía

(% de respuestas sobre el total a cada afirmación)



Fuente: «La filantropía en España y Portugal. Actitudes y comportamientos sociales», publicado por el Observatorio Social de la Fundación “la Caixa” (2025).

Empezando, pues, por los datos recogidos en la encuesta, podemos averiguar en primer lugar qué piensan los ciudadanos de España sobre la filantropía y, en segundo lugar, cuáles son sus comportamientos filantrópicos. A la pregunta «¿Sabe lo que es la filantropía?», el 60% de la población afirma estar familiarizada con el término, aunque a su vez esto signifique también que más de un tercio no lo está. Por lo tanto, una primera conclusión es que si las organizaciones filantrópicas mejoraran su comunicación y explicaran con mayor claridad a los ciudadanos en qué consisten sus actividades y cómo benefician a la sociedad, podría aumentar el índice de conocimiento sobre su función y alcance entre la población. La percepción de la filantropía por parte de la ciudadanía, medida a partir del grado de acuerdo o desacuerdo de los encuestados con 10 afirmaciones relacionadas, sugieren unos resultados globales bastante favorables en España, tal y como se aprecia en el primer gráfico. No obstante, se observa una cierta desconfianza hacia la verdadera motivación de

los filántropos: casi un 45% de los encuestados opinan que el objetivo de sus donaciones responde a un «lavado de imagen». Asimismo, existe la clara percepción de que es el Estado, y no la filantropía, quien debe asumir el papel principal a la hora de «satisfacer las necesidades de la sociedad» (un 73%). Sin embargo, cabe remarcar que en la mayoría de los casos uno y otro desempeñan funciones complementarias. Paradójicamente, al preguntar a los encuestados si creen que los donativos ayudan a mejorar la situación de otras personas o si creen que los filántropos son buenos para la sociedad, el porcentaje de respuestas afirmativas es rotundo: un 84% y un 80%, respectivamente.

1. Véase «La filantropía en España y Portugal. Actitudes y comportamientos sociales», publicado por el Observatorio Social de la Fundación “la Caixa” (2025).

2. Véase el artículo «Los donativos en España: cómo y a qué causas donan los españoles» en este mismo Dossier.

3. Véase el artículo «El perfil del donante en España: una mayoría solidaria y un grupo clave de superdonantes» en este mismo Dossier.

4. Véase el artículo «La respuesta solidaria tras la DANA de Valencia» en este mismo Dossier.

Al preguntar a los encuestados qué cuestiones deberían abordarse con mayor urgencia, la salud es, con diferencia, la principal prioridad: más de tres cuartas partes (76%) consideran que es el tema «más importante». Le siguen la investigación (62%), los derechos humanos (55%), la educación y las universidades (51%), el medio ambiente y los animales (46 %), la acción social (38%), la cooperación internacional (19%), la cultura, el arte y las humanidades (17%), el deporte y el ocio (10%), y la religión (6%).

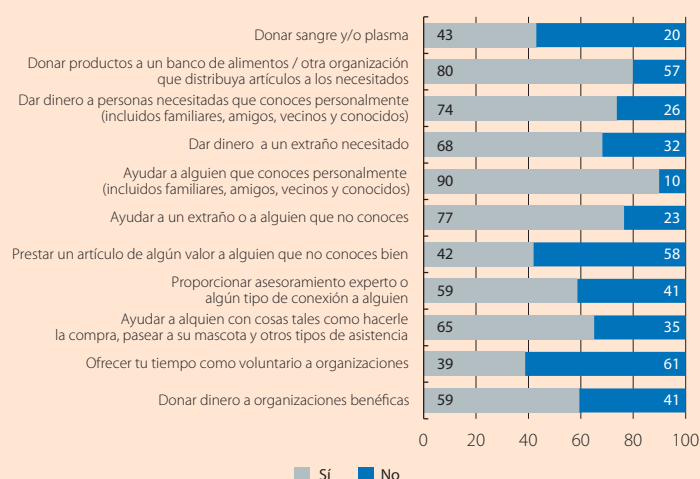
La encuesta también profundiza en los comportamientos filantrópicos reales en relación con una serie de actos prosociales. Los resultados muestran que los españoles tienden a ser solidarios en su vida cotidiana. La mayoría de los encuestados han realizado algún acto solidario al menos una vez durante el último año –y, en algunos casos, al menos una vez a la semana o al mes–. Asimismo, un 77% de los españoles ayudó a un desconocido y un 74% dio dinero a un conocido. En el extremo más formal de los actos filantrópicos, que implica dedicar tiempo explícitamente a determinadas acciones de voluntariado, los españoles también participan activamente: el 39% de los encuestados colaboran como voluntarios en organizaciones benéficas, principalmente en causas relacionadas con la salud, la acción social, y el medio ambiente y los animales. Sin embargo, a pesar de estos resultados tan tangibles, los encuestados no son plenamente conscientes de que su participación en actividades filantrópicas es habitual, ni perciben que el grado de altruismo entre sus conciudadanos es relativamente alto. De hecho, afirman que el nivel de solidaridad de la sociedad no es muy elevado: en una escala de 0 a 10, la media de las respuestas se acerca a 6. En este contexto, sería interesante, como refuerzo positivo, recordar a la sociedad que la filantropía es una práctica normalizada y cotidiana, y que contribuir al bienestar colectivo forma parte de la vida diaria de muchas personas.

En cuanto al apoyo económico, donar dinero a obras benéficas es bastante habitual: el 59% de la población española declara haber hecho al menos un donativo en el último año. Las tres causas antes citadas –la salud, la acción social, y el medio ambiente y los animales– no solo fueron las que más dotación de tiempo tuvieron, sino las que más apoyo financiero recibieron según la encuesta.

En definitiva, los españoles somos más generosos de lo que pensamos, y colaboramos con tiempo o dinero de manera recurrente para apoyar el trabajo de las organizaciones benéficas. La salud es la causa que más priorizamos y a la que más donamos, tanto en términos de tiempo dedicado al voluntariado como en términos económicos, pero no por ello dejamos de prestar ayuda a otras causas como los bancos de alimentos (80%) o ayudar a alguien con actividades cotidianas para las que necesitan asistencia (65%). Como en tantas otras facetas de la vida de los españoles, solo hace falta que nos lo creamos un poco más.

Beth Breeze y Maria Gutiérrez-Domènech

Acciones solidarias realizadas durante el último año (% sobre el total)



Nota: «Sí» incluye haber realizado dicha acción en cualquier frecuencia, esto es, ya sea semanalmente, mensualmente o anualmente.

Fuente: «La filantropía en España y Portugal. Actitudes y comportamientos sociales», publicado por el Observatorio Social de la Fundación «la Caixa» (2025).

Los donativos en España: cómo y a qué causas donan los españoles

La solidaridad en España aflora con especial intensidad en momentos de crisis o ante grandes causas colectivas. Durante la Gran Recesión, la ayuda intergeneracional fue un pilar fundamental que ayudó a sobrellevar las dificultades económicas a muchas familias. En la pandemia, la entrega de miles de trabajadores esenciales, tanto del sector público como del privado, fue clave para que la sociedad saliera adelante. Campañas como *La Gran Recogida* de los Bancos de Alimentos, el *Rastrillo* de Nuevo Futuro o *La Marató* de TV3 son ejemplos elocuentes de cómo la ciudadanía responde de forma masiva a situaciones críticas. Pero la solidaridad no se limita a determinados momentos del año o a emergencias puntuales: cada día, miles de personas apoyan de forma discreta a entidades sin ánimo de lucro mediante donaciones económicas. Estos gestos cotidianos, aunque menos visibles, permiten a miles de onegés llevar a cabo una labor encomiable. En este artículo analizamos cómo y a qué causas donan los españoles.

Para este análisis utilizamos una fuente de datos inédita hasta la fecha: los donativos que realizan los clientes de CaixaBank a través de la operativa bancaria, debidamente anonimizados.¹ Mientras que otros análisis, basados en encuestas, preguntan a los individuos por el importe donado, esta base de datos registra los donativos realizados efectivamente a onegés en algún momento del año a lo largo y ancho del país.² La muestra analizada incluye donativos realizados mediante domiciliación bancaria, transferencias, bizums y pagos con tarjeta.

Esta base de datos contiene las donaciones monetarias realizadas por los españoles en 2024 y permite analizarlas desde la perspectiva de los donantes (que analizamos en el siguiente artículo) y desde la perspectiva de las entidades receptoras, que analizamos aquí. Para ello, las agrupamos según la causa principal que apoyan (cooperación internacional, sanidad o servicios sociales, entre otras)³ y se emplea información pública que facilita determinar la finalidad principal de cada organización, combinando procesos automáticos de clasificación con una revisión manual posterior. De esta manera, se clasifican más de 2.000 onegés en categorías que reflejan la causa predominante de su actividad.⁴

Donativos a ONG clasificados por causa filantrópica en 2024

(%, salvo indicación expresa)

					Tipología de donantes									
Causa principal	Porcentaje entidades	Porcentaje recaudación	Donación promedio (euros)	Efecto diciembre	Mujeres	Edad (% en cada categoría)				Ingresos anuales (% en cada categoría)			Donación anual promedio (euros)	Donación anual promedio como % ingresos
						16-29 años	30-49 años	50-64 años	65 años o más	0-20.000 €	20.000 € - 40.000 €	Más 40.000 €		
Cooperación internacional	5,3	38,4	21,2	22	52	3,3	24,6	35,9	36,2	30,0	43,8	26,2	262	1,1
Actividades sanitarias	5,6	25,5	18,8	19	54	6,1	26,5	34,0	33,5	34,0	43,0	23,0	164	0,8
Servicios sociales	14,3	14,8	28,1	26	53	5,0	24,9	33,9	36,2	31,4	43,3	25,3	247	1,0
Religión	68,7	11,0	52,2	28	49	5,9	20,0	25,4	48,7	35,5	42,7	21,7	347	1,3
Derechos humanos	0,8	3,4	15,4	10	51	7,4	22,1	32,5	38,0	30,7	43,3	26,0	125	1,1
Investigación	0,5	2,4	20,9	13	53	4,3	17,3	31,3	47,2	29,0	43,3	27,7	166	1,0
Medio ambiente, flora y fauna	2,4	2,2	13,9	6	52	8,2	32,6	33,9	25,3	31,9	44,0	24,0	124	0,9
Cultura, arte y humanidades	1,6	1,9	46,4	15	44	1,8	16,5	32,3	49,4	23,3	43,1	33,6	90	0,4
Educación y universidades	0,9	0,3	41,6	42	51	12,9	44,2	35,3	7,7	37,7	26,6	35,8	314	1,4
ONG promedio			25,2	21	52	4,8	24,4	33,6	37,1	31,8	43,3	24,9	231	1,0

Notas: Incluye solo a aquellas ONG con sector definido. El efecto diciembre corresponde al porcentaje extra que percibe una ONG en diciembre respecto a un mes estándar. Los ingresos anuales y el importe donado como porcentaje de ingresos solo están definidos para aquellos clientes con ingresos domiciliados. La ONG promedio corresponde al importe recibido por una ONG, independientemente de la causa principal que apoye.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de transacciones financieras de donativos anonimizados.

- Por la naturaleza de los datos de transacciones financieras, las aportaciones en efectivo no están incluidas.
- Este análisis se concentra en los donativos realizados por personas físicas, y excluye la labor filantrópica corporativa realizada por empresas, fundaciones u otro tipo de entidades
- Las causas se incluyeron de acuerdo con la clasificación utilizada en [«La filantropía en España y Portugal. Actitudes y comportamientos sociales»](#), publicado por el Observatorio Social de la Fundación “la Caixa” (2025).
- Para clasificar la causa principal de las entidades receptoras de donativos, utilizamos información recopilada a partir del nombre, del NIF o del código CNAE de la entidad u otra información pública disponible, que permite clasificar las ONG de manera automática y que revisamos posteriormente de manera manual. Por ejemplo, la primera letra NIF de una ONG permite conocer la naturaleza jurídica de la entidad (G corresponde a asociaciones, F identifica fundaciones y R se utiliza para instituciones religiosas) y el código CNAE identifica la actividad económica que desarrolla la entidad, por lo que una ONG que se dedica a acción social entraría en servicios sociales (por ejemplo, 8899 «Otros servicios sociales sin alojamiento») y si presta servicios sanitarios, se ubicaría en actividades sanitarias (por ejemplo, 8690 «Otras actividades sanitarias»).

En 2024, cerca del 90% de los donativos recaudados se concentraron en cuatro grandes causas: cooperación internacional (38,4%), sanidad (25,5%), servicios sociales (14,8%) y religión (11%). Las otras cinco causas identificadas (derechos humanos; investigación; medio ambiente, flora y fauna; cultura, arte y humanidades; y educación y universidades) percibieron el 10% de recaudación restante (véase la tabla para más detalle). La mayoría de las entidades receptoras de donativos en 2024 son de carácter religioso (un 68,7%), lo que muestra su gran capilaridad en todo el país, cuestión esta última ventajosa para poder responder mejor en momentos de crisis, aunque percibieron el 11% de recaudación (a partir de transacciones financieras).⁵

El importe medio por donación a una oenegé es de 25 euros, aunque algunas causas reciben donaciones típicas de menor importe, como las de derechos humanos y las que apoyan actividades sanitarias. Asimismo, una entidad recauda anualmente de un mismo donante un promedio de 230 euros (aunque este puede donar a múltiples oenegés). Las oenegés religiosas reciben importes medios más altos (347 euros), seguidas por las dirigidas a la educación (314 euros) y a la cooperación internacional (262 euros), mientras que para las de cultura y medio ambiente se sitúan en torno a los 90-120 euros.

El mes de diciembre es el mes en el que se registran más donativos a una oenegé. El *efecto diciembre* (es decir, el incremento de recaudación respecto a un mes estándar) alcanza el 21% para una oenegé promedio, lo que indica una fuerte estacionalidad en todas las causas, aunque existen diferencias entre ellas y el efecto es más marcado en educación (+42%) y religión (+28%).

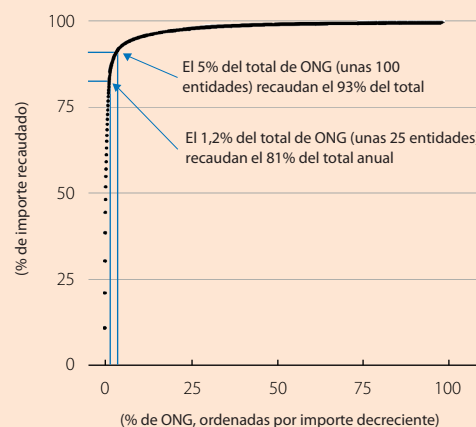
Las causas que apoyan el medio ambiente y la educación tienen una mayor proporción de donantes jóvenes que la media, mientras que la cultura, la religión y la investigación tienen una mayor proporción de donantes mayores. En términos de ingresos, la cultura tiene una mayor proporción de donantes con ingresos altos, mientras que las actividades sanitarias y la religión tienen una mayor proporción de donantes con ingresos bajos.

Resulta destacable mencionar la altísima concentración de donativos en pocas entidades. Como se puede observar en el gráfico, que muestra la recaudación acumulada en función del porcentaje de oenegés ordenadas por importe decreciente, unas pocas organizaciones captan la mayor parte de los donativos. Más concretamente, el 1,2% del total de oenegés (unas 25 entidades) acumulan el 81% de la recaudación anual.

En conclusión, nuestro análisis muestra que pocas causas y entidades concentran la mayor parte de la solidaridad mediante donativos en España, con fuerte estacionalidad en diciembre y patrones distintos según la edad y los ingresos de los donantes. La riqueza de este primer análisis abre la puerta a una mayor investigación sobre los patrones de solidaridad en España que permiten a las entidades sin ánimo de lucro llevar a cabo su actividad.

Oriol Aspachs, José G. Montalvo, Alberto Graziano, Marta Reynal y Josep Mestres

Recaudación acumulada por porcentaje de ONG, ordenadas por importe decreciente (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de transacciones financieras de donativos anonimizados.

5. Cabe recordar que, por la naturaleza de los datos, las aportaciones en efectivo no están incluidas, lo que puede subestimar el porcentaje de recaudación en mayor medida que en otras entidades sin ánimo de lucro.

El perfil del donante en España: una mayoría solidaria y un grupo clave de superdonantes

Tras haber examinado cómo se percibe la filantropía en España, y las principales causas benéficas que apoyan los españoles, en este tercer artículo del Dossier abordamos las características sociodemográficas de los donantes que colaboran económicamente con entidades sin ánimo de lucro. Para ello, analizamos los donativos que los clientes particulares de CaixaBank realizaron en 2024 a través de la operativa bancaria de la entidad, de forma agregada y debidamente anonimizada,¹ lo que nos permite presentar un perfil detallado de los donantes en España y, por ende, entender cómo son y cómo hacen llegar su ayuda a las causas que apoyan.

El perfil del donante en España en 2024

		Frecuencia	Importe donado						Efecto diciembre*	Frecuencia donativos	
			(en euros)				(en % de ingresos)			Regular (3 o más donaciones al año)	Esporádico (1 o 2)
			(%)	Promedio	P25	P50 (mediana)	P75	Promedio				P50 (mediana)	(%)
TOTAL		100	345	120	180	330	1,5	0,7	21,4	75,0	25,0
Sexo	Mujeres	52,3	300	120	180	323	1,6	0,8	15,9	75,5	24,5
	Hombres	47,7	321	120	192	340	1,4	0,7	18,2	74,6	25,5
Edad	De 16 a 29 años	6,2	147	60	111	168	1,6	0,7	-4,2	62,4	37,6
	De 30 a 49 años	26,9	237	120	168	262	1,3	0,6	5,7	77,6	22,4
	De 50 a 64 años	33,7	306	120	204	348	1,4	0,7	15,6	78,8	21,2
	65 años o más	33,2	390	120	234	408	1,7	0,9	29,4	74,8	25,2
País nacimiento	España	91,1	317	120	192	340	1,5	0,7	17,6	74,9	25,1
	Fuera de España	8,9	235	96	144	240	1,8	0,8	9,6	77,2	22,8
Zona residencia	Urbana	89,9	321	120	190	340	1,5	0,7	17,7	75,5	24,5
	Rural	10,1	261	120	180	276	1,4	0,7	20,0	70,5	29,5
Ingresos netos anuales	Menos de 20.000 €	34,5	235	96	144	246	2,9	1,3	14,1	73,3	26,7
	De 20.000 € a 40.000 €	42,5	317	120	200	349	1,1	0,7	18,4	77,6	22,5
	De 40.000 € a 60.000 €	13,0	368	144	240	400	0,8	0,5	19,0	78,8	21,2
	Más de 60.000 €	10	457	164	265	492	0,5	0,3	26,8	79,2	20,8

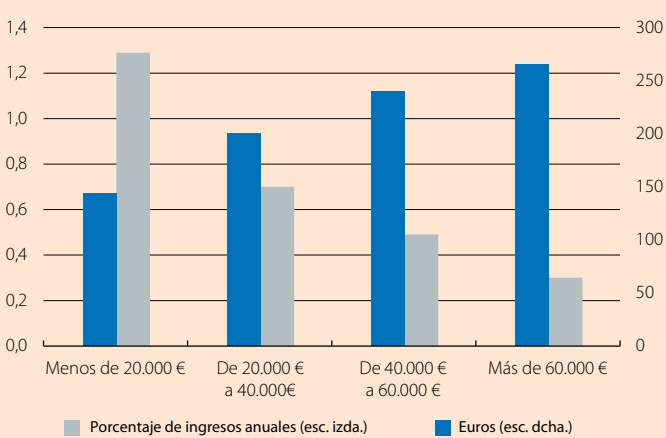
Notas: La frecuencia corresponde al porcentaje del total para cada categoría sociodemográfica.* El efecto diciembre corresponde al porcentaje extra que dona un individuo en diciembre respecto a un mes estándar. Los ingresos anuales y el importe donado como porcentaje de ingresos solo están definidos para aquellos clientes con ingresos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de transacciones financieras de donativos anonimizados.

El perfil del donante en España es diverso: incluye hombres y mujeres de todas las edades y de todos los niveles de ingresos, tal y como se recoge en la primera tabla. Sin embargo, por lo general, observamos que el donante es de edad más avanzada (dos tercios tienen más de 50 años, vs. el 49% de la población), tiene mayores ingresos (dos tercios ganan más de 20.000 euros al año, vs. el 48% de la población) y es más probable que resida en zonas urbanas (un 90%, vs. el 84% de la población). Asimismo, la mayoría de los donantes colaboran de manera regular, puesto que 3 de cada 4 donan al menos tres veces al año, mientras que el cuarto restante lo hace de forma más esporádica (1 o 2 veces).

El importe medio mensual donado a entidades benéficas es de casi 30 euros (345 euros al año), aunque hay bastante dispersión entre donantes. Si los dividimos en cuatro grupos iguales de menor a mayor importe donado, observamos que el primer 25% de los donantes aporta 10 o menos euros al mes (120 euros al año); el segundo grupo, de 10 a 15 euros al mes (de 120 a 180 euros al año); el tercer grupo, de 15 a 27,5 euros al mes (de 180 a 330 al año), y el cuarto, más de 27,5 euros al mes (330 euros al año).

Como parece lógico, los individuos con mayores ingresos realizan donaciones de mayor importe que aquellos con menos ingresos (véase el primer gráfico). Sin embargo, los donantes

Importe anual donado en función del nivel de ingresos



Nota: Importe mediano donado en cada tramo de ingresos. El importe donado como porcentaje de ingresos solo está definido para aquellos clientes con ingresos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de transacciones financieras de donativos anonimizados.

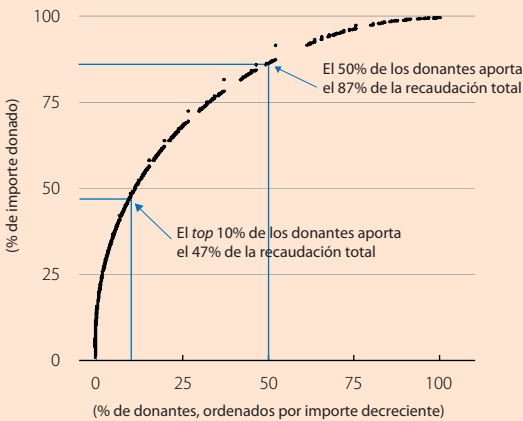
1. Véase el artículo «La filantropía en España: actitudes y comportamientos sociales» en este mismo Dossier para más detalle sobre las características de los datos.

con menores ingresos son quienes realizan un mayor esfuerzo en proporción a sus ingresos: los donantes que ganan menos de 20.000 euros al año aportan el 1,3% de sus ingresos a asociaciones benéficas de mediana, mientras que este esfuerzo es menor para los tramos superiores de ingresos, hasta el mínimo del 0,3% que dona el grupo con mayores ingresos.

La mayor parte de donantes hace aportaciones pequeñas. Sin embargo, la mitad de los donantes que aportan las cantidades más elevadas contribuyen con el 87% del importe total recaudado. Y no solo eso, un *top* 10% de *superdonantes* aporta por sí solo el 47% del total, tal y como se puede observar en el segundo gráfico.

Los *superdonantes* son, en su mayoría, personas mayores (el 85% tiene más de 50 años) y muy constantes en sus aportaciones (8 de cada 10 dona más de 12 veces al año). En general, el *superdonante* dona unos 740 euros al año, frente a los 120 euros del resto de donantes. Además, su esfuerzo económico es proporcionalmente mayor: destinan el 2,3% de sus ingresos a las causas benéficas, frente al 0,5% del resto. Aunque suelen tener ingresos más altos, no son necesariamente millonarios: más de 4 de cada 10 *superdonantes* ganan entre 20.000 y 40.000 euros al año. En definitiva, los *superdonantes* no solo aportan más, sino que lo hacen con regularidad y a costa de un mayor esfuerzo.

Importe donado acumulado por el porcentaje de donantes, ordenados por importe decreciente (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de transacciones financieras de donativos anonimizados.

Características de los donantes en función del importe anual donado en 2024

Proporción, salvo indicación expresa (%)

		Superdonantes	Resto donantes	Conjunto de la muestra
Porcentaje de donantes		10	90	–
Recaudación total		47	53	–
Porcentaje de donantes que realizan más de 1 donativo mensual		80	20	25
Donación anual promedio en euros		1.204	150	345
Donación anual mediana (P50) en euros		740	120	180
Donación anual promedio en % de ingresos		5,4	0,9	1,5
Donación anual mediana (P50) en % de ingresos		2,3	0,5	0,7
Edad	De 16 a 29 años	1,0	6,6	6,2
	De 30 a 49 años	15,0	27,8	27
	De 50 a 64 años	34,8	33,3	33,7
	65 años o más	49,3	32,4	33,2
	Total	100	100	–
Ingresos netos anuales	Menos de 20.000 €	18,2	36,4	34,5
	De 20.000 € a 40.000 €	44,8	42,2	42,5
	De 40.000 € a 60.000 €	18,1	12,4	13
	Más de 60.000 €	18,9	8,9	10
	Total	100	100	–

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de transacciones financieras de donativos anonimizados.

En resumen, la solidaridad (pecuniaria) en España se sustenta en una base amplia de donantes que realizan aportaciones modestas, complementada por un grupo reducido de *superdonantes* que concentra gran parte de la recaudación. Este patrón refleja la importancia tanto de la participación masiva como del compromiso intensivo de algunos individuos. ¿Se considera el lector un *superdonante*? Convertirse en uno no significa donar cifras desorbitadas, sino dar con regularidad y en medida de sus posibilidades. Cada aportación cuenta, pero el compromiso es lo que marca la diferencia.

Oriol Aspachs, José G. Montalvo, Alberto Graziano, Marta Reynal y Josep Mestres

La respuesta solidaria tras la DANA de Valencia

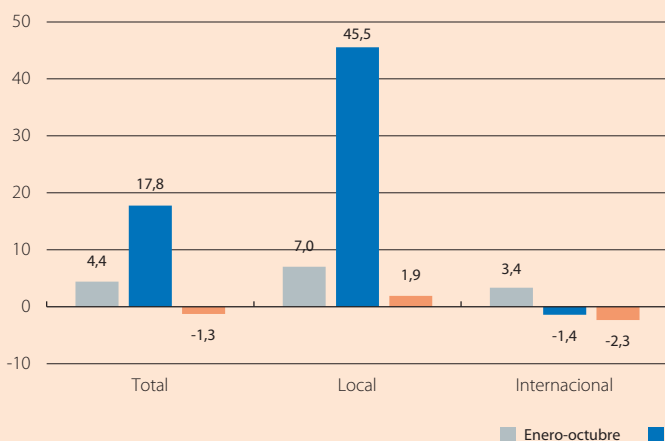
El 29 de octubre de 2024, la Comunidad Valenciana sufrió una de las peores catástrofes naturales de su historia. Una depresión aislada en niveles altos, cuyas siglas tristemente ya forman parte del vocabulario de todos, provocó lluvias torrenciales, desbordamientos y graves inundaciones, destruyendo a su paso viviendas, negocios, y cobrándose la vida de más de 200 personas. Miles de servidores públicos se movilizaron para ayudar ante la catástrofe, uniéndose a la extraordinaria respuesta ciudadana y asociativa.¹ Sin duda, todos tenemos grabadas las imágenes de hombres y mujeres cruzando el Turia, achicando el agua de las casas, batallando con el barro a golpe de pala y cepillo, y avituallando a los voluntarios con agua y alimentos.

Desde el primer momento, en CaixaBank Research pudimos analizar el impacto de la DANA desde el punto de vista económico. A partir del seguimiento del consumo en la zona más afectada por las inundaciones, seguimos la recuperación y constatamos su desigualdad; hoy todavía quedan zonas y comercios que no han vuelto plenamente a la normalidad.² Con el paso del tiempo, hemos sido capaces de comprender también la reacción solidaria de los ciudadanos a una emergencia de esa magnitud, a partir de sus aportaciones monetarias. En particular, hemos estudiado, en colaboración con la Universidad Pompeu Fabra, el cambio en el volumen agregado y en el número de donativos que se realizaron tras la DANA a través de la operativa bancaria de CaixaBank, de forma debidamente anonimizada.³ Para ello, en este análisis separaremos la variación en recaudación a oenegés cuya actividad se concentra en el territorio español, y que podían movilizar recursos *in situ* de forma más expeditiva (por lo general, las organizaciones de mayor envergadura y conocimiento del público, y las que más rápidamente tuvieron la capacidad de implementar campañas de captación de donativos)⁴ de aquellas cuya actividad se focaliza principalmente fuera de España.⁵ Asimismo, comparamos la reacción solidaria de los donantes en función de la distancia de su lugar de residencia respecto al epicentro de las inundaciones. Este primer análisis descriptivo es complementario a otro análisis académico en curso, más focalizado en cómo el distinto grado de altruismo de las personas impacta en la reacción solidaria tras un desastre natural, y que publicaremos próximamente.⁶

La primera conclusión del estudio es que los españoles reaccionaron de manera muy solidaria a la catástrofe: la recaudación de las entidades benéficas aumentó en un 18% interanual en noviembre, comparado con el 4,4% registrado en los meses anteriores. En particular, las oenegés que operan en el territorio español registraron un aumento del 45% en noviembre. Se trata de una cifra muy superior al +7% interanual que percibieron de enero a octubre, y destaca todavía más ante la caída que anotaron los donativos a oenegés que trabajan en el ámbito internacional (un -1,4% interanual en noviembre vs. un +3,4% de enero a octubre). Un fenómeno similar,

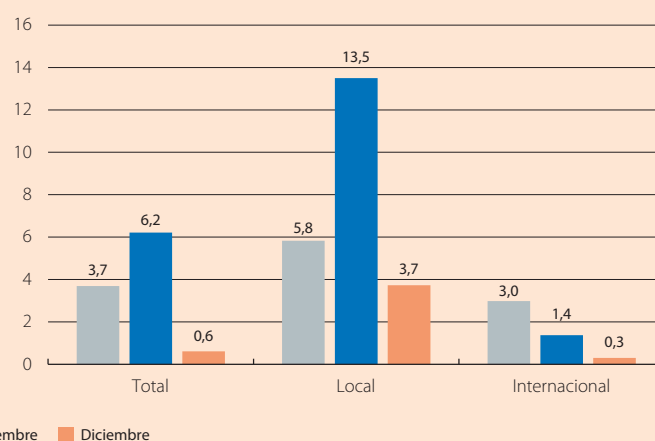
Recaudación agregada a entidades benéficas en 2024, por periodo y localización de la actividad

Variación interanual (%)



Número de donativos a entidades benéficas en 2024, por periodo y localización de la actividad

Variación interanual (%)



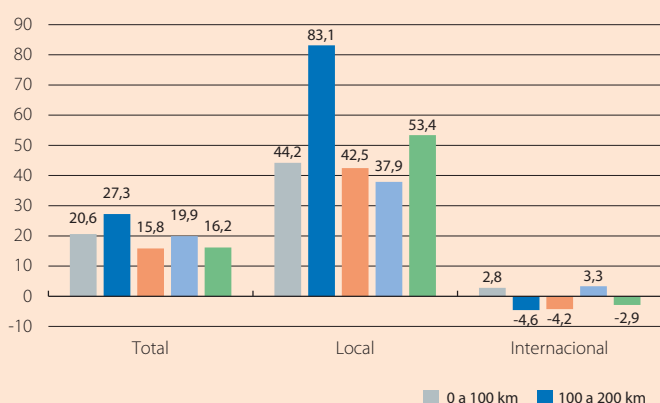
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de transacciones financieras de donativos anonimizados.

- Véase, por ejemplo, la respuesta del sector asociativo ante la DANA: [«El papel de las fundaciones ante la DANA: solidaridad, reconstrucción y futuro»](#), Asociación Española de Fundaciones (AEF).
- Véanse los Focus [«Impacto económico de las inundaciones en la provincia de Valencia»](#) en el IM12/2024, [«Situación económica en la provincia de Valencia seis meses después de la DANA»](#) en el IM06/2025 y [«Situación económica en la provincia de Valencia un año después de la DANA»](#) en el IM11/2025.
- Véase el artículo [«Los donativos en España: cómo y a qué causas donan los españoles»](#), en este mismo Dossier, para más detalle sobre las características de los datos.
- Es de recibo mencionar entre ellas la campaña llevada a cabo por los equipos de Acción Social de CaixaBank entre los clientes y empleados de la entidad.
- Los datos no permiten analizar los donativos dirigidos estrictamente a la catástrofe de la DANA, sino solo diferenciar entre entidades con actividad de carácter predominantemente local o internacional.
- Presentaremos el artículo «Universalist preferences and natural disasters: a view from bank accounts» en la conferencia de la American Economic Association que se celebrará en Philadelphia en enero de 2026.

aunque menos acusado, se observa al analizar el número de donativos. Este aumento, concentrado en oenegés locales, es el mismo que encontramos utilizando técnicas estadísticas más sofisticadas que permiten identificar la excepcionalidad de la ola de solidaridad que surgió a raíz de la DANA. Concretamente, estimamos una regresión de diferencias-en-diferencias del donativo promedio a nivel de distrito censal y en la que controlamos por variables sociodemográficas (edad, ingresos, etc.), por la distancia del epicentro de la DANA o por si se encuentra en un área con riesgo elevado de inundación.

Recaudación agregada a entidades benéficas en noviembre de 2024, en función de la distancia del epicentro de la DANA

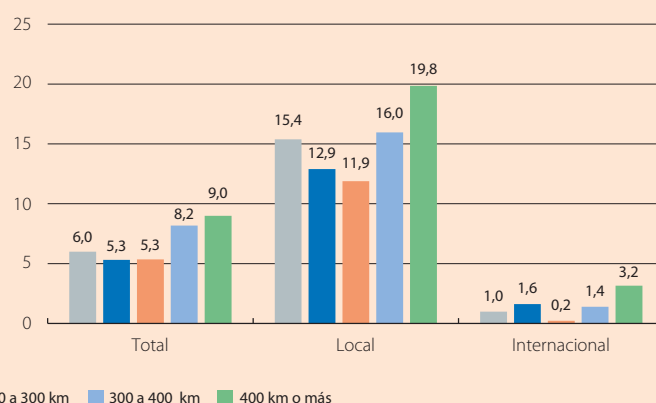
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de transacciones financieras de donativos anonimizados.

Número de donativos a entidades benéficas en noviembre de 2024, en función de la distancia del epicentro de la DANA

Variación interanual (%)

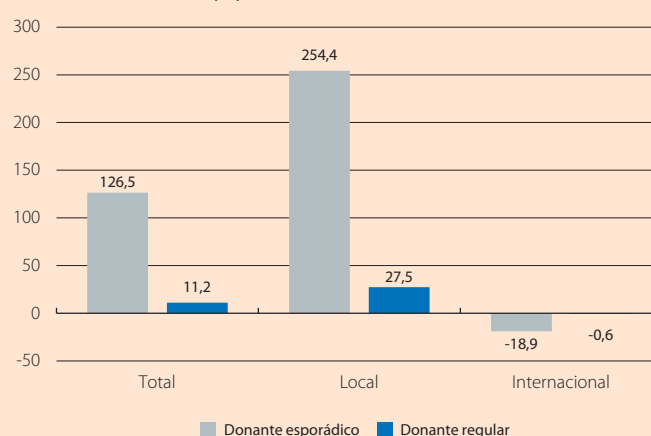


El pico de solidaridad observado en noviembre, sin embargo, parece diluirse con rapidez. En diciembre, la recaudación de donativos para causas locales aumentó incluso menos que en el periodo de enero a octubre, indicando que el incremento de la recaudación que normalmente observamos el último mes del año posiblemente se anticipó a noviembre para dar apoyo a los damnificados por la DANA. Este fenómeno (el marcado aumento de los donativos en las pocas semanas siguientes a la catástrofe y el rápido descenso posterior) sugiere que la respuesta solidaria ante una emergencia es intensa pero breve.

Por otro lado, la proximidad geográfica a un desastre también influye sobremanera en la reacción solidaria. Las personas cuya residencia se hallaba a una menor distancia de las áreas inundadas incrementaron más sus aportaciones que aquellas que residían más lejos (excluyendo las áreas muy cercanas, seguramente ellas mismas afectadas por la catástrofe, aunque en menor medida). Los residentes en áreas situadas entre 100 y 200 kilómetros de la zona cero, en su mayoría dentro de la Comunidad Valenciana, aportaron un 83% más a causas locales que en el mes de noviembre del año anterior, y redujeron en un 4,6% interanual sus donativos a oenegés que operan mayoritariamente en el extranjero. El aumento fue significativo, pero menor, en las áreas a más de 300 kilómetros de distancia, con incrementos de alrededor del 40% y el 50%. Este resultado muestra cómo el altruismo o la empatía de las personas puede resultar mayor hacia las comunidades más cercanas al desastre, un fenómeno conocido en la literatura económica como «particularismo» o «moral comunal».

Recaudación en noviembre de 2024, por frecuencia del donante

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de transacciones financieras de donativos anonimizados.

Finalmente, los donantes esporádicos fueron los que más reaccionaron a la catástrofe de la DANA, con un aumento de donativos a causas locales superior al 250% en noviembre de 2024. Los donantes regulares (aquellos que donan tres o más veces al año) también incrementaron sus aportaciones, aunque en menor medida (+27%). La razón más probable es que, como explicamos en el artículo anterior, sus contribuciones ya eran más elevadas, representando el 55% del incremento de la recaudación a causas locales (frente al 45% de los esporádicos).

Oriol Aspachs, José G. Montalvo, Alberto Graziano, Marta Reynal y Josep Mestres

Conoce nuestras publicaciones:



Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

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



Monitor de consumo

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



Flash de divisas

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



Observatorio Sectorial 2S 2025

La economía española atraviesa una fase de expansión sólida y transversal, con un crecimiento equilibrado entre sectores y una notable resiliencia frente a un contexto internacional complejo. Además, la reducción de la temporalidad laboral y el buen momento de la industria manufacturera, en parte gracias a la ventaja competitiva energética respecto a Europa, son vientos a favor del actual dinamismo sectorial.



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.

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:

Economía en tiempo real

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

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



Newsletter



CaixaBank



Pódcast

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

© CaixaBank, S.A., 2025

© Banco BPI, 2025

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

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

