

IM07

INFORME MENSUAL

NÚMERO 513 | JULIO-AGOSTO 2026



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS

La Fed de Warsh: de guiar expectativas a gestionarlas sin compromiso

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Inflación europea: radiografía tras el shock de Oriente Próximo

El próximo presupuesto toma el relevo del NGEU en el Semestre Europeo

Europa necesita redirigir su elevado ahorro hacia inversiones productivas

ECONOMÍA ESPAÑOLA

El recorrido del crecimiento del empleo en España

Del menú del día al sábado noche: patrones intrasemanales del consumo en restauración en España

El cambio climático y la fidelización del turismo internacional: nuevas evidencias para España

INFORME MENSUAL

Julio-Agosto 2026

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

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista jefe

José Ramón Díez

Director de Economías y
Mercados Internacionales

Oriol Aspachs

Director de Economía Española

Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

Adrià Morron Salmeron y

Oriol Carreras

Coordinadores del *Informe Mensual*

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

[https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/
estudios-mercados/research](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-mercados/research)

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

3 de julio de 2026

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *La Fed de Warsh: de guiar expectativas a gestionarlas sin compromiso*

David del Val

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

14 *Inflación europea: radiografía tras el shock de Oriente Próximo*

16 *El próximo presupuesto toma el relevo del NGEU en el Semestre Europeo*

David Martínez Turégano

18 *Europa necesita redirigir su elevado ahorro hacia inversiones productivas*

Rita Sánchez Soliva

22 ECONOMÍA ESPAÑOLA

24 *El recorrido del crecimiento del empleo en España*

Zoel Martín Vilató

25 *Del menú del día al sábado noche: patrones intrasemanales del consumo en restauración en España*

Pedro Álvarez Ondina y Eduard Alcobé Garcia

28 *El cambio climático y la fidelización del turismo internacional: nuevas evidencias para España*

David Cesar Heymann y Eduard Alcobé Garcia

31 ECONOMÍA PORTUGUESA

La economía mundial en busca de un nuevo equilibrio

El descenso de la incertidumbre geopolítica tras la firma del acuerdo entre EE. UU. e Irán y su inmediata traslación a los precios de la energía supone un reequilibrio en el mapa de riesgos a corto plazo, justo cuando entramos en la época del año con mayor sensibilidad de las variables financieras a cualquier perturbación. La respuesta del canal energético a la incipiente reapertura de Ormuz está siendo más intensa de lo esperado, teniendo en cuenta que los precios del barril de petróleo casi han vuelto a la casilla de salida (cerca de los 70 dólares), mientras que los futuros anticipan cotizaciones medias hasta finales de 2027 muy por debajo de las hipótesis utilizadas en la mayoría de los escenarios centrales de previsión. Es pronto para cantar victoria, ya que, de momento, solo estamos ante el fin del principio del largo proceso que supondrá la reconfiguración de los equilibrios geopolíticos en Oriente Próximo. El acuerdo no es un tratado definitivo, sino un memorándum de entendimiento (MoU) que abre un periodo de 60 días para negociar tres aspectos clave: la reapertura y la gestión del estrecho de Ormuz (de momento, el tráfico sigue siendo reducido), la liberación de los activos iraníes congelados (más las ayudas para la reconstrucción) y la resolución del conflicto en el Líbano.

Por tanto, no podemos descartar que las negociaciones se dilaten en el tiempo y continúen sujetas a una elevada volatilidad, pero, en el delicado ejercicio que supone realizar previsiones económicas en los últimos tiempos, la bajada de los precios de la energía automáticamente ha reducido los riesgos de cola y la probabilidad de los escenarios más negativos (estanflación), mientras que aumenta la verosimilitud de que toda la inestabilidad acumulada desde febrero se limite a un *shock* de oferta moderado. De manera que, tras el ruido de los últimos meses, la mejora del canal energético se está traduciendo en riesgos a la baja en inflación y al alza en actividad y, por tanto, en una composición más favorable del crecimiento nominal mientras se reajusta la brecha entre oferta y demanda, especialmente en algunos segmentos de los mercados de materias primas.

En este sentido, los datos de inflación de junio en Europa (2,8% vs. 3,2% en mayo) muestran que la distensión energética puede aliviar rápidamente las presiones de precios, con descensos de la inflación armonizada en tres de las cuatro grandes economías (Francia, Alemania e Italia). Aunque lo más importante ha sido el fuerte retroceso de las expectativas de inflación a corto plazo a ambos lados del Atlántico, que, por un lado, refleja la efectividad del moderado endurecimiento monetario de los últimos meses y, por otro, aumenta la flexibilidad en la respuesta de los bancos centrales mientras comprueban la intensidad de los efectos de segunda ronda en las cestas de precios. El resultado de todo ello ha sido una relajación de las perspectivas de política monetaria con los mercados ahora descontando tan solo una subida más de los tipos de interés en EE. UU. y Europa, tras el movimiento al alza de 25 p. b. del BCE y el cambio de la estrategia de comunicación en la Fed con la llegada de Warsh. En general, la percepción es que los bancos centrales seguirán manteniendo un rumbo restrictivo hasta que terminen de despejarse las dudas que rodean al complejo escenario internacional, aunque, con los futuros cotizados a finales de junio para el petróleo y el gas, el impacto directo de la energía sobre la inflación general en 2026 podría reducirse en cerca de 3 décimas respecto a las estimaciones de hace un mes.

Algo menos de visibilidad se tiene en el frente de actividad, a la espera de los datos de contabilidad nacional del 2T, aunque parece que los efectos negativos en crecimiento serán moderados, sobre todo si se confirman las últimas señales de mejora en los indicadores de confianza de familias y empresas. Ello refleja, una vez más, la resiliencia del ciclo de negocios global y el novedoso empuje de la inversión que, tras una década y media de atonía, está tomando el relevo al consumo privado a corto plazo, gracias al impulso de la IA, al gasto en defensa, a la transición energética y a los últimos coletazos de los NGEU en Europa. El cambio de paradigma que implica pasar de la eficiencia como objetivo de la política económica a la seguridad nacional, la resiliencia industrial y la competencia tecnológica entre bloques tendrá un coste muy elevado. Ahora solo hay que buscar la financiación y evaluar qué implicaciones puede tener el proceso en el delicado equilibrio entre fragilidad fiscal y financiera, como destacaba recientemente el BIS. Con la esperanza de que la búsqueda de un nuevo punto de equilibrio en la economía mundial terminará de forma exitosa, una vez que el *shock* positivo de la IA sobre productividad más que compense los choques negativos de los últimos años. Ahí estamos, con la economía mundial entrando en una nueva era caracterizada por dos grandes transiciones simultáneas: fragmentación geoeconómica y revolución tecnológica. En este contexto, el reto de la política económica es preservar la resiliencia de un sistema económico cada vez más complejo, interconectado e incierto. Siendo conscientes de que la dificultad no reside tanto en desarrollar nuevas ideas como en escapar de las antiguas y, por tanto, en liberarse de los marcos mentales heredados, como advirtió Keynes.

José Ramón Díez
Julio-agosto 2026

Cronología

JUNIO 2026

- 11** El BCE subió los tipos de interés en 25 p. b. y el tipo *depo* del 2,00% al 2,25%.
- 18** Firma del memorándum en el que EE. UU. e Irán acuerdan un alto el fuego y la apertura del estrecho de Ormuz.

ABRIL 2026

- 1-10** La misión Artemis II viaja a la Luna y llega a 406.771 km, la máxima distancia de la Tierra jamás lograda por una misión tripulada.

FEBRERO 2026

- 20** El Tribunal Supremo de EE. UU. invalida los aranceles anunciados bajo la IEEPA.
- 28** EE. UU. e Israel lanzan un ataque coordinado contra Irán en el que muere Ali Khamenei.

MAYO 2026

- 22** Kevin Warsh toma posesión como presidente de la Fed y es elegido presidente del FOMC.

MARZO 2026

- 11** La Agencia Internacional de la Energía acordó liberar 400 millones de barriles de reservas estratégicas para mitigar el impacto de la guerra en Oriente Próximo.

ENERO 2026

- 14** El año 2025 fue el tercero más cálido registrado (1940-2025) y 1,5 °C superior al promedio preindustrial (1850-1900) según el programa Copernicus de la UE.
- 27** La UE y la India completan negociaciones para un acuerdo de libre comercio.

Agenda

JULIO 2026

- 1** Portugal: empleo y desempleo (mayo).
Portugal: deuda pública (mayo).
Eurozona: avance del IPC (junio).
- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 9** España: cuentas financieras (1T).
- 15** China: PIB (2T).
- 17** España: *rating* Moody's.
Portugal: balanza de pagos (mayo).
- 23** Portugal: deuda del sector no financiero (mayo).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 24** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 28** España: encuesta de población activa (2T).
- 28-29** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 30** España: avance del PIB (2T).
España: avance del IPC (julio).
Portugal: avance del PIB (2T).
Eurozona: PIB (2T).
Eurozona: índice de sentimiento económico (julio).
EE. UU.: PIB (2T).
- 31** Portugal: avance del IPC (julio).
Eurozona: avance del IPC (julio).

AGOSTO 2026

- 3** Portugal: deuda pública (junio).
- 4** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (julio).
- 5** Portugal: empleo (2T).
- 6** España: producción industrial (junio).
- 14** Portugal: salario bruto mensual medio por trabajador (2T).
- 17** Japón: PIB (2T).
- 18** España: comercio exterior (junio).
- 19** Portugal: balanza de pagos (junio).
- 25** España: créditos, depósitos y morosidad (junio).
- 28** España: avance del IPC (agosto).
Portugal: *rating* S&P.
Eurozona: índice de sentimiento económico (agosto).
- 31** España: balanza de pagos (junio).
Portugal: desglose del PIB (2T).
Portugal: avance del IPC (agosto).

Economía española post-Ormuz

La economía global, y también la española, ha pasado los últimos meses pendiente del minuto y resultado del conflicto entre EE. UU., Israel e Irán. El cierre del estrecho de Ormuz, arteria vital de los flujos energéticos globales, podía haber ralentizado el crecimiento o incluso provocar una recesión si se hubiera prolongado en el tiempo. El acuerdo alcanzado es frágil y la incertidumbre sigue siendo elevada, pero Ormuz va recuperando la normalidad y, en junio, el precio de la energía se ha corregido con rapidez hasta situarse en niveles similares a los previos al conflicto. Conviene hacer balance del impacto del *shock* hasta la fecha y valorar cómo puede encarar el futuro la economía española si se consolida el acuerdo.

El efecto más visible e inmediato del conflicto se ha producido en la inflación, que, entre marzo y junio, se ha mantenido claramente por encima de lo que esperábamos a principios de año. Ha superado el 3% y, probablemente, se habría acercado al 4% de no ser por las medidas adoptadas por el Gobierno. Este repunte ha afectado tanto a la confianza empresarial como al consumo de los hogares, que han mostrado un perfil en forma de U entre marzo y junio. Por el lado empresarial, así lo refleja el índice PMI; por el lado del consumo, el [indicador en tiempo real](#) elaborado por CaixaBank Research. Ambos registraron descensos significativos a medida que el conflicto parecía enquistarse y los precios de la energía escalaban, y ambos se han recuperado en junio, coincidiendo con el acuerdo y la corrección de los precios energéticos. El PMI ha vuelto a niveles similares a los de enero y apunta de nuevo a un ritmo de crecimiento dinámico. Por su parte, el consumo doméstico, tras un mes de mayo débil, ha ido recuperando pulso a lo largo de junio.

El mercado laboral presenta una respuesta más lenta ante los *shocks* macroeconómicos. Cambiar de trabajo o contratar a un trabajador suelen ser decisiones planificadas con cierta antelación. En este caso, el *shock* no ha sido ni lo suficientemente intenso ni lo bastante persistente como para alterar las dinámicas de fondo, y el 2T se ha cerrado con un crecimiento del empleo que sigue siendo globalmente dinámico y comparable al del 1T. Además, este dinamismo se ha visto reforzado por el proceso de regularización de inmigrantes, de modo que el empleo total, de hecho, ha crecido ligeramente por encima del ritmo observado en el 1T.

Por último, conviene destacar el único ámbito en el que el conflicto ha tenido un impacto positivo desde el punto de vista macroeconómico: el sector turístico. Tras el fuerte crecimiento registrado en los últimos años, esperábamos que en 2026 los flujos turísticos siguieran aumentando, pero a un ritmo más moderado. Esta era la tendencia hasta el estallido del conflicto, momento en el que el crecimiento del sector volvió a acelerarse. España es percibida como uno de los destinos más seguros y, como en otras ocasiones, muchos turistas europeos han modificado sus planes para visitarnos. Los últimos datos sugieren que este año podría superarse ampliamente la barrera de los 100 millones de turistas internacionales.

En conjunto, el PIB parece que cerrará el 2T con un crecimiento algo inferior al previsto a comienzos de año, pero superior al contemplado en el escenario actual, que asumía un periodo más prolongado de precios energéticos elevados. Más importante aún, si el acuerdo se consolida y los precios de la energía no vuelven a repuntar, la economía española post-Ormuz dispone de gasolina para seguir creciendo a un ritmo dinámico.

Oriol Aspachs

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2023	2024	2025	2026	2027
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	3,50	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	3,72	3,21
SOFR 12 meses	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	3,57	2,95
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	3,90	3,85
Deuda pública 10 años	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	4,60	4,65
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,50	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,65	2,15
€STR	-	-0,54	0,52	3,06	1,93	2,43	1,93
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,52	2,00
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,58	2,04
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	2,72	2,14
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	2,89	2,26
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	2,61	2,07
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	0,72	2,22	2,84	3,00	2,90
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	0,92	2,26	2,39	3,03	2,66
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	3,21	2,96
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	1,61	2,90	3,28	3,50	3,50
Prima de riesgo	11	164	90	68	45	50	60
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	0,76	2,03	2,16	2,62	2,23
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	2,91	2,67
Deuda pública 10 años	4,49	4,67	1,52	2,68	3,14	3,45	3,45
Prima de riesgo	19	314	81	46	31	45	55
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,12	1,05	1,17	1,20	1,21
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,83	0,88	0,90	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	135,43	161,18	182,71	180,00	175,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	73,8	73,1	61,6	83,7	76,2
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	67,0	69,8	52,6	69,7	62,9

Previsiones

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

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2023	2024	2025	2026	2027
CRECIMIENTO DEL PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,8	3,4	3,4	3,0	3,2
Países desarrollados	2,7	1,5	1,7	1,8	1,9	1,6	1,6
Estados Unidos	2,7	1,8	2,4	2,8	2,1	2,1	2,1
Eurozona	2,3	0,8	1,1	0,9	1,5	0,7	1,2
Alemania	1,6	1,3	0,2	-0,5	0,3	0,6	1,1
Francia	2,3	1,0	1,0	1,4	0,9	0,4	0,9
Italia	1,5	-0,3	1,5	0,6	0,7	0,6	0,7
Portugal	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	1,8	1,8
España	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,1	1,8
Japón	1,4	0,4	0,1	-0,2	1,1	0,8	0,6
Reino Unido	2,8	1,3	1,0	1,0	1,4	1,0	0,9
Países emergentes y en desarrollo	6,3	4,9	3,5	4,5	4,4	3,9	4,2
China	10,6	8,0	4,9	5,0	5,0	4,5	4,0
India	7,2	6,7	4,6	7,3	7,5	6,6	6,4
Brasil	3,6	1,6	1,9	3,4	2,3	1,8	1,9
México	2,3	1,5	1,1	1,4	0,6	1,1	1,8
Rusia	-	1,4	1,5	4,9	1,0	0,8	1,5
Turquía	5,5	4,5	6,4	3,3	3,6	3,1	3,9
Polonia	4,1	3,7	2,6	3,1	3,6	3,1	2,8
INFLACIÓN							
Mundial	4,1	3,7	5,9	5,8	4,1	4,4	3,7
Países desarrollados	2,1	1,6	3,9	2,6	2,5	3,0	2,3
Estados Unidos	2,7	1,8	4,5	3,0	2,6	3,5	2,4
Eurozona	2,2	1,4	4,2	2,4	2,1	3,1	2,3
Alemania	1,7	1,4	4,6	2,5	2,3	3,2	2,4
Francia	1,9	1,3	3,5	2,3	0,9	2,4	2,0
Italia	2,4	1,4	4,1	1,1	1,6	2,6	2,1
Portugal	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,9	2,3
España	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,5	2,7
Japón	-0,3	0,4	1,4	2,7	3,2	2,1	2,0
Reino Unido	1,6	2,3	5,0	2,5	3,4	3,2	2,7
Países emergentes y en desarrollo	6,9	5,6	7,3	8,0	5,2	5,3	4,6
China	1,7	2,6	1,4	0,2	0,1	1,0	1,5
India	4,6	7,3	6,0	5,0	2,2	4,1	4,0
Brasil	7,3	5,7	6,4	4,4	5,0	4,5	4,0
México	5,2	4,2	5,6	4,7	3,8	4,2	3,9
Rusia	14,2	7,9	7,4	8,5	8,7	5,7	4,6
Turquía	22,6	9,6	39,5	58,5	34,9	30,3	21,5
Polonia	3,5	1,9	8,2	3,7	3,4	3,3	2,7

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 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,7	0,0	0,4	3,0	3,3	2,4	1,8
Consumo de las AA. PP.	4,5	0,9	3,1	2,9	2,4	1,4	1,9
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,2	1,0	3,6	5,8	3,9	2,1
Bienes de equipo	4,9	0,2	-1,4	1,9	7,4	2,8	2,2
Construcción	5,7	-2,6	0,4	4,0	5,2	4,1	2,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,9	3,2	3,5	2,4	1,8
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,4	3,2	3,6	0,6	1,9
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	1,9	2,9	6,2	1,6	2,1
Producto interior bruto	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,1	1,8
Otras variables							
Empleo	3,2	-0,5	2,0	2,8	3,1	2,5	1,6
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	13,9	11,3	10,5	9,8	9,3
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,5	2,7
Costes laborales unitarios	3,1	0,6	4,1	3,3	4,1	3,7	3,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,8	-0,2	1,2	3,2	2,9	2,3	2,5
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,2	0,2	2,0	4,2	3,4	3,6	3,9
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-6,1	-3,2	-2,4	-2,3	-2,3

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

■ Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,8	0,5	1,5	3,0	3,6	2,0	1,8
Consumo de las AA. PP.	2,2	-0,3	1,9	1,5	1,6	1,4	1,0
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,7	3,7	3,8	3,6	4,0	1,5
Bienes de equipo	3,4	2,7	6,3	8,4	-0,9	-	-
Construcción	-1,4	-2,4	3,1	3,0	5,5	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	2,0	2,9	3,6	2,2	1,6
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	3,8	3,1	0,4	1,4	3,3
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	3,6	4,8	4,3	2,0	2,8
Producto interior bruto	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	1,8	1,8
Otras variables							
Empleo	0,4	-0,4	1,4	1,2	3,2	1,2	1,4
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	6,6	6,4	6,0	5,9	5,9
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,9	2,3
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,9	-0,4	2,1	1,2	1,2	1,3
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	0,6	3,3	2,7	2,8	2,2
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,1	-2,0	0,6	0,7	-0,2	-0,4

■ Previsiones

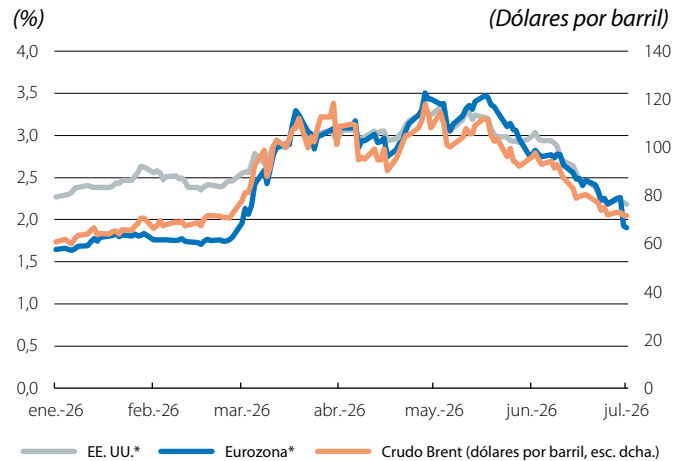
La reapertura de Ormuz anima a los mercados pese al endurecimiento monetario

El apetito por el riesgo, entre la geopolítica y los bancos centrales. El acuerdo provisional entre EE. UU. e Irán alcanzado a mediados de mes, que prolongó la tregua militar y permitió la reapertura progresiva del estrecho de Ormuz, desencadenó una de las caídas más intensas del precio del petróleo de los últimos años. Esto llevó a un descenso significativo de las expectativas de inflación a corto plazo a nivel global. Sin embargo, la Fed y el BCE endurecieron su mensaje en sus respectivas reuniones y enfatizaron su postura anti-inflacionista, lo que generó fuerzas contrapuestas en los mercados. Con todo, la caída del precio del petróleo llevó a los inversores a descontar menos subidas de tipos del BCE respecto al mes anterior, frente a una Fed para la que los mercados sí siguieron descontando un mayor endurecimiento, con lo que el dólar se fortaleció de forma significativa en el mes, pese a la recuperación del apetito por el riesgo de los inversores. Las bolsas mostraron un desempeño dispar en función de su composición sectorial. Los índices europeos avanzaron con fuerza, y varios de ellos alcanzaron nuevos máximos, favorecidos por la distensión de los precios del crudo. Por otro lado, las bolsas estadounidenses y asiáticas tuvieron un desempeño más negativo, lastrado por un mal mes bursátil entre las compañías tecnológicas y, en particular, aquellas de mayor tamaño y más endeudadas para el desarrollo de la IA.

El BCE sube tipos y la Fed adopta un tono más hawkish. El BCE subió tipos en 25 p. b. y llevó el *depo* al 2,25%. Este movimiento fue el primero desde que bajara el *depo* al 2,00% en junio de 2025 y completara el ciclo monetario de la crisis inflacionista de Ucrania. El BCE justificó la subida al 2,25% por el conflicto en Oriente Próximo y sus impactos económicos asimétricos, con un aumento relevante de la inflación y el impacto relativamente menor en la actividad económica. Por su parte, la Fed, en la primera reunión presidida por Kevin Warsh, mantuvo tipos, pero sorprendió con un tono más restrictivo: alrededor de la mitad del Comité anticipó al menos una subida adicional en el *dot plot*, lo que llevó al mercado a descontar una subida en los próximos meses, que situaría el *fed funds* en el intervalo 3,75%-4,00%. En algún momento, los mercados incluso cotizaron la posibilidad de dos subidas de tipos de la Fed, pero la caída del petróleo moderó las expectativas de endurecimiento monetario. En este sentido, en el foro anual que el BCE celebró en Sintra a finales de junio, distintos miembros siguieron defendiendo la necesidad de unos tipos de interés algo más altos, pero remarcaron que no hay urgencia por volver a subir tipos y que el acuerdo entre EE. UU. e Irán mejora el balance de riesgos. Con todo ello, los mercados cerraron el mes apostando por una nueva subida de tipos del BCE antes de terminar el año (*depo* al 2,50%), pero descartando la posibilidad de que el *depo* llegara a subir hasta el 2,75% (en mayo, llegaron a dar más de un 80% de probabilidad a esta tercera subida).

Mes de dinámicas diferenciadas en los tipos soberanos. En la primera mitad del mes, la fortaleza macroeconómica en EE. UU. y el tono restrictivo del BCE y de la Fed impulsaron las rentabilidades, especialmente en los tramos cortos. El tono más restrictivo de la Fed reforzó este movimiento y llevó la rentabilidad de los *treasuries* a corto plazo a máximos de más de un año y propició un aplanamiento

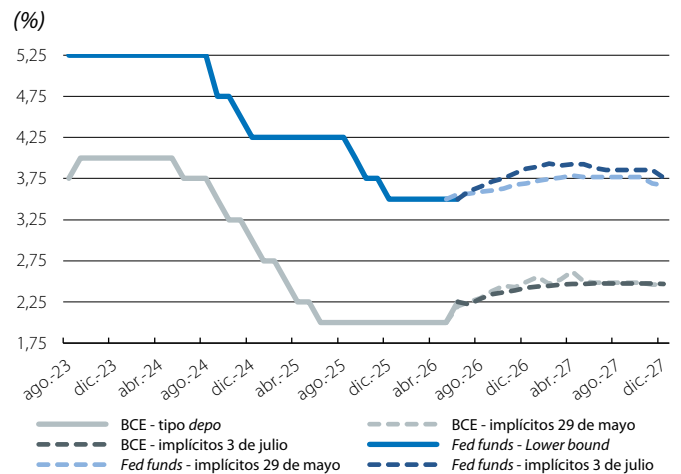
Expectativas de inflación para los próximos dos años y crudo



Nota: * Las expectativas de inflación son la media de los swaps de inflación cupón cero a un año y dos años.

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

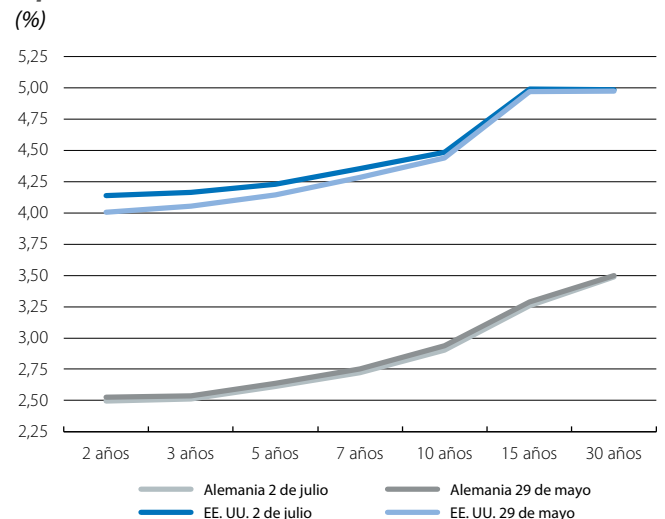
Expectativas cotizadas de política monetaria hasta diciembre de 2027



Nota: Tipos implícitos del OIS para el BCE y la curva del diferencial entre el tipo efectivo fed funds y el SOFR a tres meses.

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

Tipos de interés soberanos a distintos vencimientos



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

to de la curva. En la segunda mitad del mes, sin embargo, la caída del precio del petróleo alteró este patrón. En la eurozona, la curva alemana se desplazó a la baja en todos sus tramos, mientras que en EE. UU. cayeron sobre todo los tramos largos, lo que acentuó el aplanamiento de la curva. Este movimiento terminó predominando en el balance mensual: desplazamiento a la baja de los tipos de interés soberanos en Europa y aplanamiento de la curva estadounidense (especialmente por el aumento de los tipos de interés en los tramos cortos). Por otro lado, las primas de riesgo soberanas de la periferia de la eurozona se ampliaron levemente, aunque se mantuvieron contenidas. La prima italiana se estabilizó en niveles aún superiores a los de comienzos de año, mientras que la española y la portuguesa se mantuvieron en cotas históricamente reducidas.

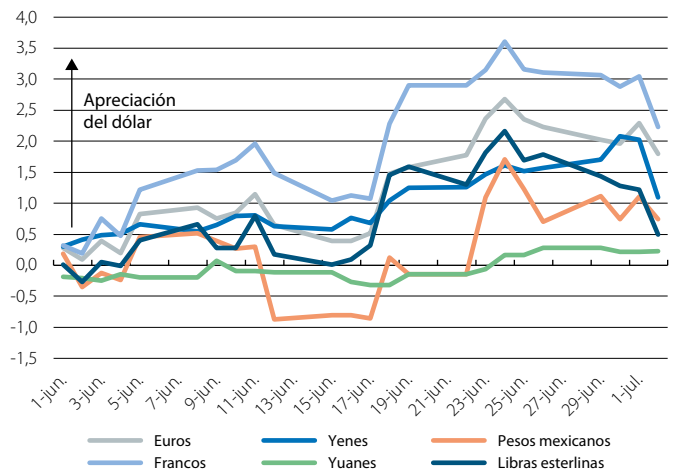
Mes de fortaleza para el dólar. La moderación en las expectativas de subidas de tipos del BCE, en particular tras la reapertura de Ormuz, y la renovada confianza en una política monetaria de la Fed más restrictiva ampliaron el diferencial de tipos a favor de la divisa estadounidense e impulsaron una apreciación del dólar en su tipo efectivo nominal. Así, el euro se depreció hasta los 1,14 dólares, tocando mínimos de aproximadamente un año. El yen continuó debilitándose y, al caer hasta casi los 160 yenes por dólar, se mantuvo cerca de mínimos de varias décadas frente al dólar, pese a la subida de tipos del Banco de Japón en su reunión de junio (del 0,75% al 1,00%) y el repunte en la rentabilidad de la deuda soberana japonesa. La libra esterlina también se depreció frente al dólar, aunque mostró una mayor resiliencia relativa, apoyada en un tono también restrictivo por parte del Banco de Inglaterra (que mantuvo tipos en el 3,75% en junio, aunque con dos votos disidentes a favor de una subida).

Divergencia en las bolsas mundiales, con los índices europeos recuperando terreno. Las dudas sobre la rentabilidad de las inversiones en IA volvieron a generar volatilidad y castigaron especialmente a los hiperescaladores, mientras que los fabricantes de chips tuvieron una fuerte volatilidad y cerraron el mes con un mejor desempeño relativo. Así, en EE. UU. el S&P 500 y el Nasdaq cerraron el mes con pérdidas, aunque el S&P equiponderado y el conjunto de compañías menos expuestas a la IA sí cerraron en positivo. También en Asia, los índices más expuestos a compañías tecnológicas registraron pérdidas. En Europa, las bolsas anotaron avances generalizados y exhibieron un mejor desempeño que en el resto del mundo, gracias a la caída del precio de la energía, con el Stoxx 600 alcanzando máximos históricos. A nivel sectorial, las acciones de las compañías energéticas quedaron rezagadas.

El desplome del petróleo desinfla las expectativas de inflación cotizadas. La reapertura de Ormuz normalizó los flujos energéticos y devolvió el precio del crudo prácticamente a niveles previos al conflicto. En concreto, el precio de referencia del petróleo Brent (un futuro referenciado a dos meses vista) cayó hasta prácticamente los 70 dólares por barril. La bajada fue menos brusca para los futuros del petróleo referenciados a 2027, que también quedaron cerca de los 70 dólares (vs. un promedio para 2027 que cotizaba en 78 dólares al cierre de mayo y en 67 dólares a finales de febrero). La corrección del petróleo se trasladó rápidamente a las expectativas de inflación cotizadas en los *swaps*. El gas natural, que se había tensionado menos que el petróleo, mostró una caída mucho menor en el mes y fluctuó algo por encima de los 40 euros/MWh. En otras materias primas, tanto el oro como el resto de los metales preciosos y los metales industriales (como el aluminio) registraron una caída significativa.

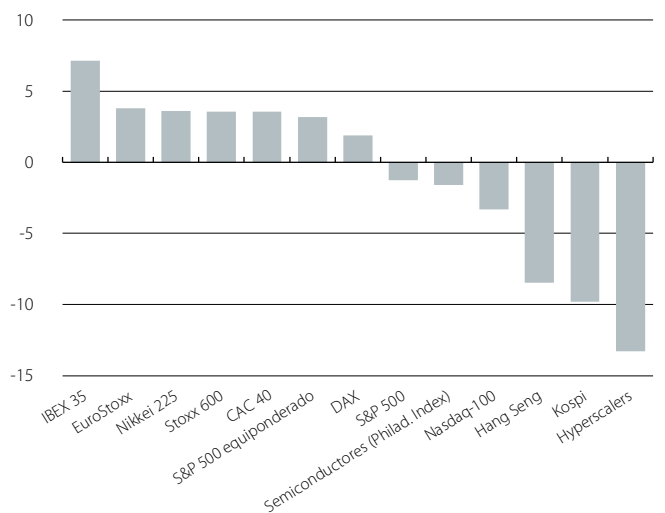
Evolución de las divisas seleccionadas frente al dólar

(Variación respecto al 29 de mayo, %)



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

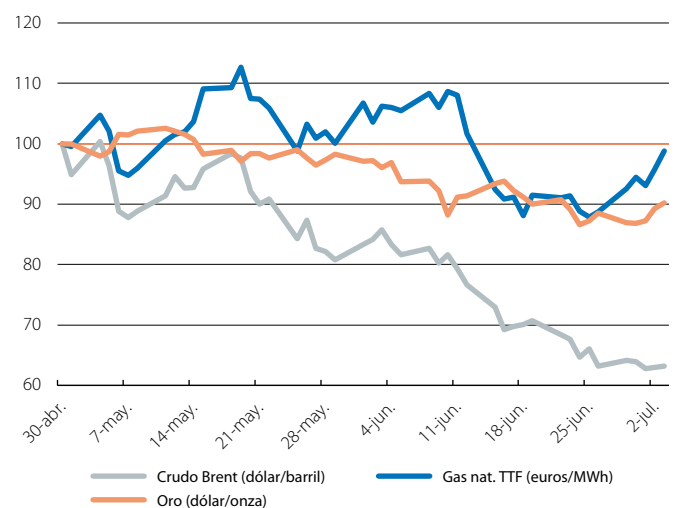
Rendimiento en el mes (del 29 de mayo al 2 de julio)



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

Evolución de las materias primas desde mayo

Índice (100 = 30 de abril de 2026)



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

La Fed de Warsh: de guiar expectativas a gestionarlas sin compromiso

La llegada de Kevin Warsh a la presidencia de la Reserva Federal marca un cambio relevante en la política monetaria estadounidense. Su primera reunión al frente del FOMC no modificó los tipos de interés, pero sí dejó señales sobre la dirección futura de la institución. Más allá de un tono algo más restrictivo ante el repunte inflacionista, el cambio más significativo parece residir en una redefinición del marco de comunicación de la Fed. La reacción del mercado sugiere que los inversores descuentan una Fed menos dispuesta a comprometerse a futuros movimientos de tipos de interés y que dará menos visibilidad a futuro, aunque el sesgo antiinflacionista de su primera reunión ayudó a disipar posibles dudas sobre su independencia política.

En las últimas dos décadas, la Fed ha creído que dar pistas sobre la evolución futura de los tipos de interés –el *forward guidance*– era el marco comunicativo más eficaz y eficiente de la política monetaria, aunque no estaba exento de riesgos ni costes. La lógica es que sus efectos dependen tanto de las decisiones actuales como de las expectativas sobre su trayectoria, de modo que influir en estas amplifica la transmisión. Como explicó Bernanke, ello exigía reducir la ambigüedad comunicativa: cuanto mejor anticipasen los agentes la función de reacción de la Fed, más directamente incorporarían ese comportamiento en precios y decisiones, favoreciendo la estabilidad macrofinanciera, especialmente en un entorno de baja inflación y tipos reducidos.¹

El *dot plot*, introducido en 2012, responde a ese objetivo, al traducir una función de reacción implícita en una señal observable.² Aunque no es una decisión colectiva ni un compromiso formal, permite observar cómo los miembros del FOMC incorporan sus previsiones macroeconómicas a los tipos de interés. Sin embargo, el *dot plot* puede volverse excesivamente influyente e impedir un ajuste adecuado de expectativas, precisamente en contextos de mayor incertidumbre y dispersión. La evidencia reciente apunta a que, aunque contiene información útil y puede mejorar la precisión media de las previsiones, también puede generar efectos de anclaje si los agentes siguen otorgando demasiado peso a proyecciones que la realidad económica puede haber vuelto obsoletas.³ Además, el mercado tiende a leer la mediana como si fuera la intención de la Fed, aunque formalmente no lo sea. Este riesgo aumenta cuando la disper-

sión de los puntos es elevada, como ocurre actualmente, ya que la mediana puede ocultar desacuerdos profundos y transmitir una falsa sensación de consenso.⁴

Warsh se ha mostrado escéptico con la utilidad de la orientación futura, ya que considera que tanto esta como las previsiones de variables macrofinancieras pueden condicionar en exceso a los banqueros centrales. Su crítica no rechaza la transparencia, pero sí cuestiona que más comunicación mejore siempre la transmisión de la política monetaria. Como explicó en su revisión sobre la transparencia del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra, la transparencia es deseable, pero no pasa necesariamente por hacer todo más explícito y visible.⁵ A su juicio, un banco central «demasiado locuaz» puede dar al mercado una falsa precisión sobre el futuro, condicionar excesivamente los precios financieros y reducir su propia flexibilidad. La lección que parece extraerse de errores como la caracterización de la inflación como «transitoria» en 2021 es que la Fed no siempre debe dar más publicidad a sus deliberaciones, sino reconocer sus límites, por ejemplo, a la hora de predecir variables económicas.⁶

Warsh trasladó esa visión a la práctica en su primera reunión, donde el cambio comunicativo fue más relevante que la decisión de tipos. El comunicado fue más corto y directo, y eliminó la referencia explícita a la orientación futura. En la rueda de prensa, insistió en que el comunicado debía limitarse a presentar los hechos «lo mejor que podemos juzgarlos» y rehusó dar nada similar a la orientación futura, aduciendo que no se adaptaba bien a la coyuntura actual. Además, optó por no publicar su propia proyección en el *dot plot*.

El cambio de paradigma comunicativo es complejo, ya que los agentes perciben la comunicación como razonablemente eficaz. Según una encuesta de Brookings a académicos y economistas (tanto de *think tanks* como de empresas privadas), la comunicación de la Fed obtiene un notable alto y herramientas como el comunicado y la rueda de prensa son ampliamente valoradas.⁷ El *dot plot*, pese a sus limitaciones, sigue siendo considerado útil por la mayoría. El riesgo, por tanto, es que modificar un marco que funciona razonablemente bien sin explicar con precisión qué lo sustituye acabe reduciendo la claridad sin ganar suficiente flexibilidad.

1. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2003). «Minutes of the Federal Open Market Committee», junio 24-25, 2003. Reserva Federal. Bernanke, B. S. (2013, November 19). «Communication and monetary policy». Board of Governors of the Federal Reserve System. Reserva Federal.

2. El *dot plot* es el gráfico que resume las previsiones individuales de los miembros de la Fed sobre la senda de tipos de interés a futuro que consideran más adecuada para los escenarios macroeconómicos que barajan.

3. Engstrom, E. (2026). «Anchored to the dot plot: Central bank projections and interest rate expectations». Finance and Economics Discussion Series n.º 2026-026. Board of Governors of the Federal Reserve System. Reserva Federal.

4. Foerster, A. y Martínez, Z. (2023). «The evolution of disagreement in the dot plot». Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2023-21. FRBSF.

5. Warsh, K. (2014). «Transparency and the Bank of England's Monetary Policy Committee». Banco de Inglaterra.

6. Timiraos, N. (2026, 14 de junio). *Kevin Warsh wants the Fed to stop explaining everything*. The Wall Street Journal.

7. Ahmad, S. y Wessel, D. (2026, 8 de mayo). *Grading Fed communications: A 2026 survey of Fed watchers*. Brookings Institution.

El coste de moverse a un nuevo régimen comunicativo más opaco y ganar margen de maniobra en la fijación de los tipos de interés puede ser una menor previsibilidad y más volatilidad. La reacción del mercado tras la última reunión del FOMC ilustra bien lo que puede suceder en el nuevo régimen, aunque también estuvo condicionada por un sesgo tensionador que los inversores no anticipaban. La rentabilidad del *treasury* a 2 años –el tramo más sensible a la política monetaria– repuntó algo más de 13 p. b. el mismo día de la reunión. Aunque el FOMC mantuvo los tipos sin cambios y el movimiento no fue especialmente intenso en perspectiva histórica, sí resultó significativo: superó las 1,6 desviaciones típicas de la media de los movimientos observados en días de reunión del FOMC desde 1976. Si se consideran solo reuniones sin cambios de tipos desde la llegada de Bernanke en 2006, el movimiento fue casi 2 desviaciones estándar superior a la media y se situó entre los más intensos, en el *top* 2,5% de unas 140 reuniones.

La interpretación de Warsh sobre las variables que definen el doble mandato de la Fed (estabilidad de precios y pleno empleo) también es relevante. Respecto a la inflación, su enfoque apunta a una Fed menos orientativa y más dependiente de la evaluación de los datos en cada reunión. En sus intervenciones públicas, ha subrayado que los datos de inflación son imperfectos y ha mostrado interés por medidas que distinguen mejor entre ruido y tendencia, como las medias recortadas (*trimmed mean*). Estas métricas excluyen los cambios extremos de precios y pueden ofrecer una lectura más estable de la inflación subyacente que las medidas tradicionales que solo eliminan alimentos y energía, además de estimar mejor, según la evidencia empírica, la inflación futura.⁸

No obstante, las medidas recortadas también tienen limitaciones: son buenos estimadores de tendencia en horizontes largos, pero pueden no funcionar bien en periodos cortos.⁹ Esto es relevante hoy en día: si los *shocks* –como el arancelario y el energético– son puntuales, las medias recortadas de inflación pueden filtrar adecuadamente el ruido; sin embargo, si se generalizan entre partidas y afectan a las expectativas, tienden a infraestimar la presión inflacionista. En el contexto actual, estas medidas no arrojan un diagnóstico especialmente preocupante, aunque ello no impidió que el FOMC mostrara mayor preocupación por la inflación que en meses anteriores.

En cuanto al mercado de trabajo, Warsh se ha mostrado atento al impacto de la inteligencia artificial (IA) sobre la productividad y, por tanto, sobre el tipo de interés natural o de equilibrio. Incluso se introdujo en el comunicado una

referencia al crecimiento de la productividad y la inversión en capital. Diversos estudios apuntan a que los desarrollos tecnológicos pueden tener efectos ambiguos sobre la inflación y el tipo de interés natural: un aumento de la productividad puede ejercer presiones desinflacionistas, pero también elevar el tipo de equilibrio si impulsa la inversión y la demanda agregada.¹⁰ Por ahora, los últimos datos de productividad total de los factores no muestran una aceleración clara en los últimos trimestres ni frente a décadas anteriores (aunque los datos de inflación sí muestran que la fuerte inversión en IA está aumentando la demanda y, con ella, los precios al consumo de las partidas relacionadas). Esta incertidumbre podría avalar el argumento de Warsh a favor de publicitar menos previsiones sobre indicadores no observables y especialmente difíciles de estimar en momentos de cambio, como el crecimiento potencial, el potencial del mercado laboral o el tipo de interés natural.

Por último, la política de balance puede suponer otro cambio importante en la Fed de Warsh. Si traslada su histórico escepticismo hacia las compras de activos a una reducción de balance más acelerada, puede enfrentarse a los límites operativos que la Fed ya encontró cuando retiró liquidez demasiado deprisa. Como gobernador, Warsh se mostró escéptico sobre la capacidad de las compras de bonos para impulsar la economía y ha mencionado incluso la necesidad de alcanzar un nuevo «acuerdo» entre la Fed y el Tesoro. Como demuestran episodios como el *taper tantrum* de 2013 (que mostró los costes de una comunicación imprecisa sobre la retirada de estímulos) o las tensiones del mercado de *repos* en 2019 (que demostraron el papel central de las reservas en el sistema financiero actual), será necesario hilar muy fino para no alterar la estabilidad financiera.

En definitiva, la Fed de Warsh apunta hacia una política monetaria menos guiada y más dependiente de la evolución de los datos. La magnitud real del cambio en la política comunicativa dependerá de su capacidad para convertir su concepción sobre la gestión de expectativas y la implementación de la política monetaria en un marco inteligible y aceptado por el mercado. Hacer menos explícita la función de reacción puede aumentar la flexibilidad de la Fed en un entorno más incierto, pero también exige reforzar la credibilidad e independencia de la institución. El reto pasa por comunicar el nuevo marco sin sustituir lo que se considera una falsa precisión por una opacidad igualmente innecesaria; el riesgo es que esa menor orientación previa se traduzca en más volatilidad que claridad.

David del Val

8. Atkinson, T., Dolmas, J. y Zarutskie, R. (2026, April 16). «Skewness warrants caution as Trimmed Mean PCE inflation eases». Reserva Federal de Dallas.

9. Rich, R. W., Verbrugge, R. J. y Zaman, S. (2022). «Adjusting median and trimmed-mean inflation rates for bias based on skewness». Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary, 2022-05. Reserva Federal de Cleveland.

10. Melina, G. y Villa, S. (2025). «From servers to rates: AI, ICT capital, and the natural rate». IMF Working Paper n.º 2025/224. FMI. Y Aidasoro, I., Doerr, S., Gambacorta, L. y Rees, D. (2024). «The impact of artificial intelligence on output and inflation». BIS Working Paper n.º 1179). BIS.

Tipos de interés (%)

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,40	2,15	25	25	25
Euríbor 3 meses	2,32	2,27	6	30	39
Euríbor 12 meses	2,73	2,80	-8	49	67
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,43	2,41	1	41	66
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,53	2,53	0	41	67
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,86	2,94	-8	0	27
Deuda pública a 10 años (España)	3,34	3,35	-1	6	12
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,24	3,30	-6	9	20
EE. UU.					
Fed funds (límite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,73	3,66	8	8	-56
Deuda pública a 1 año	3,97	3,77	21	50	0
Deuda pública a 2 años	4,17	4,00	17	70	42
Deuda pública a 10 años	4,47	4,44	3	30	19

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2026 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	52	53	-1	1,1	-3,5
Itraxx Financiero Sénior	54	55	-1	0,0	-4,6
Itraxx Financiero Subordinado	89	91	-2	-4,0	-12,6

Tipos de cambio

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,142	1,166	-2,0	-2,8	-2,5
EUR/JPY (yenes por euro)	185,680	185,670	0,0	0,9	9,6
EUR/GBP (libras por euro)	0,861	0,867	-0,6	-1,2	0,8
USD/JPY (yenes por dólar)	162,550	159,270	2,1	3,7	12,4

Materias primas

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
Índice Bloomberg de materias primas	123,2	135,1	-8,8	12,3	19,7
Brent (\$/barril)	72,9	92,1	-20,8	19,8	7,6
Oro (\$/onza)	4.008,0	4.540,3	-11,7	-7,2	22,4

Renta variable

	30-junio	31-mayo	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2026 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	7.499,4	7.580,1	-1,1	9,6	21,5
Eurostoxx 50 (eurozona)	6.328,1	6.050,5	4,6	9,3	18,8
Ibex 35 (España)	19.471,9	18.362,9	6,0	12,5	39,4
PSI 20 (Portugal)	9.132,6	9.076,5	0,6	10,5	21,4
Nikkei 225 (Japón)	70.062,3	66.329,5	5,6	39,2	74,5
MSCI emergentes	1.722,9	1.752,2	-1,7	22,7	40,2

El acuerdo entre EE. UU. e Irán mitiga los escenarios adversos para la economía internacional

La evolución del conflicto en Oriente Próximo sigue siendo la clave en el escenario global. A mediados de junio, EE. UU. e Irán firmaron un memorándum de entendimiento (MoU) que no es un tratado definitivo ni vinculante, sino una declaración de intenciones que establece los términos de su futura colaboración. El MoU abre un periodo de 60 días para negociar sobre temas muy sensibles, como el programa nuclear iraní o el levantamiento de sanciones. Una de sus primeras decisiones fue la reapertura del estrecho de Ormuz y el fin del bloqueo naval estadounidense, lo que representa un importante alivio para los mercados de energía y reduce la probabilidad de que se materialicen los escenarios más adversos. La clave será la velocidad de recuperación de los flujos a través de Ormuz. Los datos muestran un aumento algo errático de los flujos, en consonancia con las advertencias de distintas agencias internacionales de que la normalización llevará meses. Por otro lado, la incertidumbre geopolítica sigue siendo elevada y la complejidad de las dinámicas alrededor del acuerdo entre EE. UU. e Irán resaltan su fragilidad.

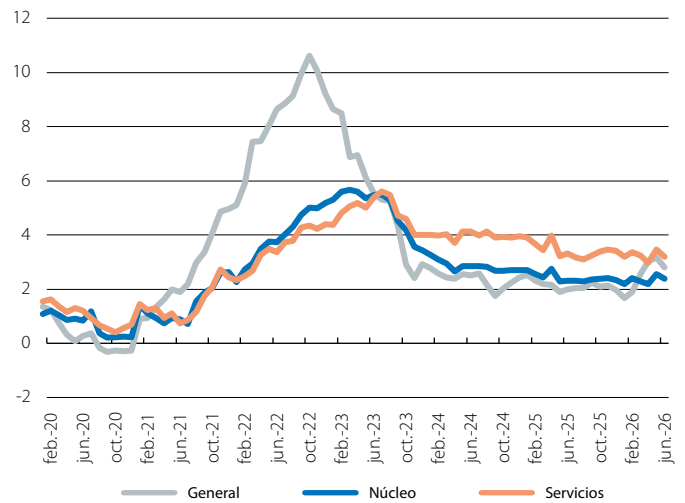
El pico del impacto del encarecimiento de la energía sobre la inflación pudo ser en mayo. En la eurozona, la inflación general alcanzó en mayo máximos de casi tres años, con un 3,2%, impulsada por el componente de la energía (que aportó casi 1,0 p. p.), pero en junio cayó 0,4 p. p., hasta el 2,8%, en buena parte gracias a cierta relajación de dicho componente (-2,1 p. p., hasta el 8,7%). En EE. UU., la inflación general, presionada por la energía, repuntó en mayo 0,4 p. p., hasta el 4,2% (máximos de tres años), con una inflación núcleo más contenida (+0,1 p. p., hasta el 2,9%). Sin embargo, los componentes de precios de los principales indicadores de clima y opinión empresarial de junio apuntan a que el pico de inflación podría haberse alcanzado ya.

La volatilidad de Irlanda condiciona la evolución de la eurozona. La revisión del PIB para la eurozona arroja un retroceso del 0,2% intertrimestral en el 1T 2026 (vs. +0,2% preliminar), explicado por el importante desplome de la economía irlandesa (-12,0% vs. -2,0% preliminar). De hecho, sin Irlanda, la eurozona habría crecido un 0,2%, tras el 0,3% del 4T 2025, resultado todavía modesto y que apunta a que la mayor parte de la región aún no había logrado la aceleración deseada antes del estallido del conflicto en Oriente Próximo. En este sentido, los indicadores disponibles para el 2T 2025 apuntan a una economía prácticamente estancada: los PMI de clima empresarial para la eurozona se consolidan en junio en niveles inferiores al umbral de 50 (y claramente por debajo de su media del 1T 2025), debido al deterioro de la actividad en el sector servicios, a la vez que el PMI de manufacturas vio cómo empezaba a disiparse el impacto positivo que supuso el aumento de los pedidos por motivo de precaución tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo.

Alemania ve cómo el encarecimiento de la energía limita el impacto del plan de infraestructuras. De hecho, la subida de los precios de la energía está afectando especialmente a su sector industrial (en abril, la producción industrial se estancó y los pedidos retrocedieron casi un 4,0%), mientras que el consumo de los

Eurozona: IPCA

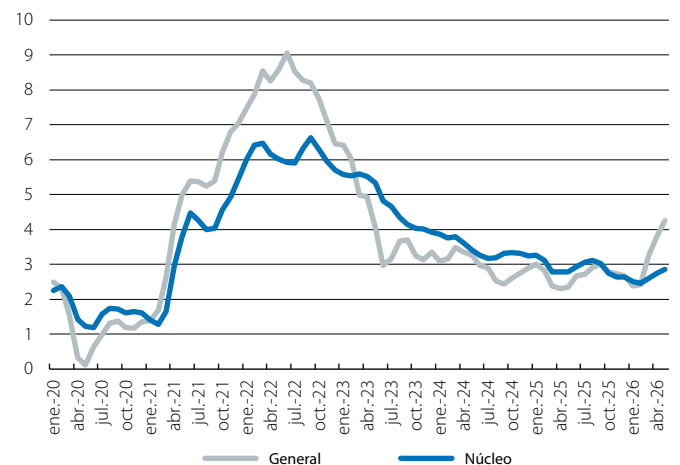
(% interanual)



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

EE. UU.: IPC *

(Variación interanual, %)

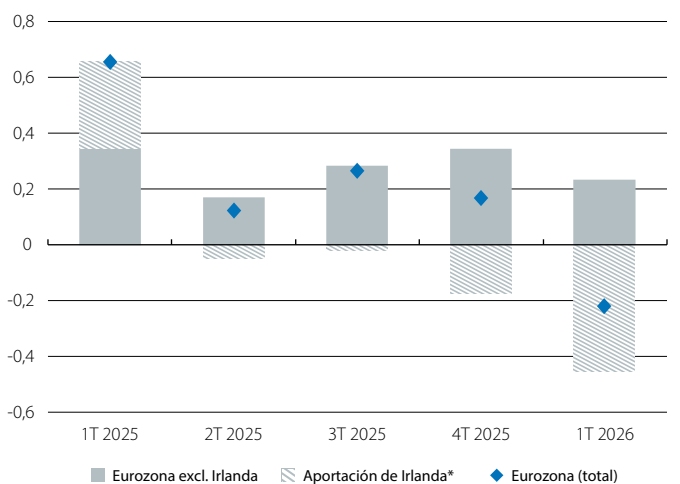


Nota: * El dato de IPC de octubre de 2025 no se publicó por el shutdown, el presentado se ha interpolado.

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

Eurozona: PIB

(Variación intertrimestral, %)



Nota: * Aportación de Irlanda al crecimiento intertrimestral de la eurozona en p. p.

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

hogares sigue muy débil (las ventas minoristas de abril son todavía un 1,6% inferiores a su nivel de cierre de 2025). Además, la implementación del plan de inversión en infraestructuras va muy lenta: el gasto federal total acumulado hasta mayo creció más de un 3,0% en términos interanuales, con defensa creciendo un 22%, pero con un gasto en infraestructuras todavía un 10% menor. El sentimiento sobre la evolución de Alemania sigue bastante débil, aunque algunos indicadores sugieren que el pico del impacto por el conflicto de Oriente Próximo podría haber quedado ya atrás. En junio, el ZEW muestra que el porcentaje de encuestados que anticipa un deterioro adicional de la situación cae casi a la mitad (menos del 18%), mientras que el Ifo anotó un nuevo avance, aunque sigue en referencias muy bajas (85,6, siendo 100 su promedio histórico).

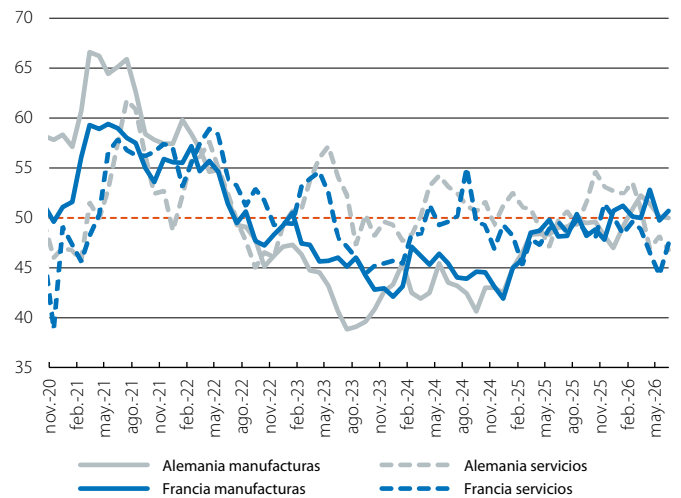
En EE. UU., se puede hablar de estabilidad del mercado de trabajo, más que de reactivación. De hecho, en junio se crearon 57.000 empleos no agrícolas, casi la mitad de lo esperado y, además, se revisan a la baja los dos meses previos en más de 70.000 personas. Con todo, la creación media mensual de empleo en 2026 supera los 90.000, frente a menos de 10.000 en 2025, y la tasa de paro cedió 0,1 p. p., hasta el 4,2%. Esta estabilidad del mercado de trabajo seguirá sosteniendo el consumo de los hogares: en mayo, el consumo de las familias aumentó un robusto 0,7% en términos nominales y un 0,3% en términos reales, superando el crecimiento medio mensual registrado el resto del año (0,5% y 0,1%, respectivamente). Mientras, la producción industrial se ralentizó en mayo (apenas 0,1% intermensual, tras el 0,9% previo), después de varios meses de fuerte expansión por el tirón de anticipación de los pedidos ante los efectos de la guerra en Oriente Próximo.

Los empresarios de EE. UU. se muestran más confiados con la situación económica que los consumidores. En este sentido, los principales indicadores de clima empresarial apuntan a que el crecimiento de la economía se mantendría en el 2T en ritmos similares, o ligeramente superiores, a los del 1T (0,5% intertrimestral). Así, el PMI de junio subió hasta 52,2 puntos y situó la media del 2T en el 51,8, prácticamente igual que en el 1T. En ese sentido apuntan también los ISM, tanto de manufacturas como de servicios, que en mayo se situaron en torno a 54 puntos en ambos casos (50 es el umbral que señala crecimientos positivos de la actividad, tanto en los PMI como en los ISM). Además, los empresarios comienzan a detectar señales de cierta moderación en la intensidad de subida de los costes de los *inputs*, lo que limita el riesgo de subidas adicionales de la inflación que, no obstante, se mantendrá elevada en los próximos meses. Este aumento de los precios es el principal factor que lastra la confianza de los consumidores, que en mayo vieron cómo sus salarios en términos reales retrocedieron un 0,7% interanual.

En China, el dinamismo del sector exterior contrasta con la persistente debilidad de la demanda interna. Las exportaciones de mayo crecieron cerca de un 20% interanual, impulsadas por la demanda tecnológica vinculada a la IA y el adelanto de pedidos, lo que sigue apoyando la producción industrial, pese a cierta desaceleración (+4,5% interanual vs. 6,0% en el 1T). En contraste, las ventas minoristas cayeron un 0,6%, primer retroceso desde finales de 2022, en parte por la retirada de estímulos al consumo. La inversión fija urbana descendió un 4,0% en el año hasta mayo, afectada por la debilidad inmobiliaria y la menor inversión en infraestructuras. En este contexto, la inflación se mantuvo en el 1,2% y los precios de producción alcanzaron el 3,9%, máximo en casi cuatro años.

Eurozona: PMI por componentes

Índice (>50 expansión, <50 contracción)

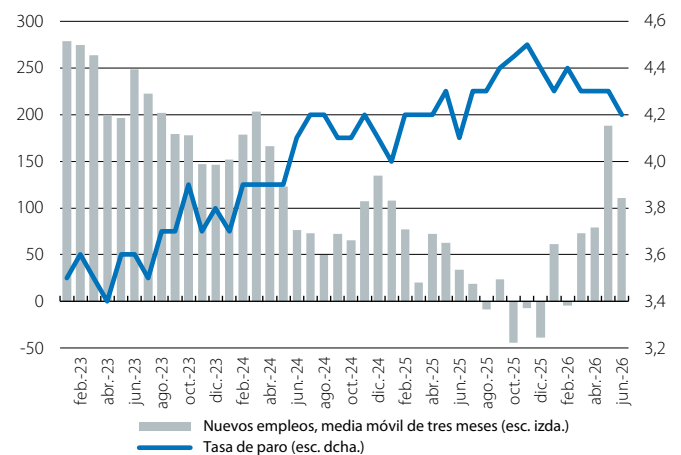


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

EE. UU.: empleo*

Nuevos empleos, media móvil de tres meses (miles)

Tasa de paro (%)

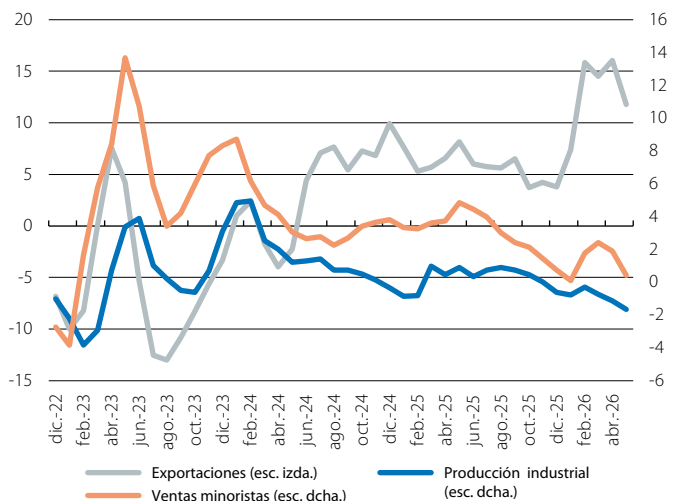


Nota: * El dato de tasa de paro de octubre de 2025 no se publicó por el shutdown, el presentado se ha interpolado.

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

China: datos de actividad

Crecimiento interanual de media móvil de tres meses (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos la Oficina Nacional de Estadística.

Inflación europea: radiografía tras el shock de Oriente Próximo

El conflicto en Oriente Próximo ha elevado la inflación europea a la región del 3% y ha sacado al BCE de su zona de confort. El pasado 11 de junio, el banco central subió tipos y tanto sus últimas comunicaciones como las cotizaciones de los mercados financieros apuntan a que lo volverá a hacer en los próximos meses. La cuestión principal no es el impacto directo del encarecimiento de la energía, sino el riesgo de que se propague al resto de los precios de la economía y desemboque en una inflación demasiado elevada y persistente. ¿Qué nos dicen los datos sobre esta propagación?

Impacto directo relevante

La energía se ha encarecido cerca de un 10% en los últimos meses, empujada por los combustibles, que han sufrido aumentos de precios superiores al 20% interanual, mientras que el IPCA de electricidad se ha visto mucho menos tensionado (con una inflación cercana al 3% interanual). Esto ha añadido 1 p. p. a la inflación general de la eurozona y explica, de manera casi total, el cambio de nivel desde febrero (véase el primer gráfico). Aunque las cifras son muy inferiores al estrés sufrido en 2022 (cuando la inflación energética llegó a picos del 40%), las magnitudes son suficientemente relevantes como para propagarse al resto de precios a través de efectos indirectos (encarecimiento de insumos).¹ La propagación también podría actuar con efectos de segunda ronda (retroalimentación precios-salarios-beneficios), aunque estos aparecen con rezago y es demasiado pronto para verlos en los datos disponibles.

Impacto indirecto: evidencias mixtas

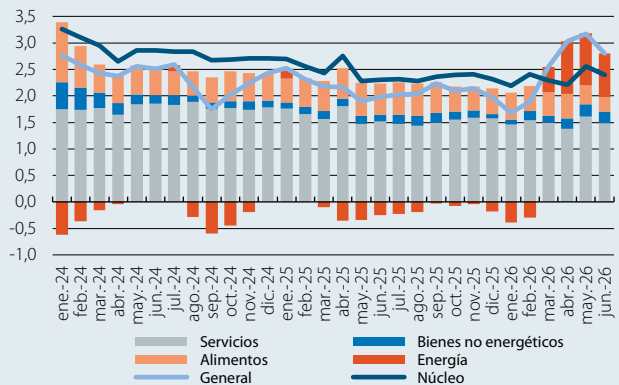
El desglose detallado del índice de precios ofrece las primeras pistas sobre la extensión de los efectos indirectos hasta el momento. Por un lado, una subdivisión del IPCA en casi 300 productos (véase la tabla adjunta) deja claro que el grueso de la inflación es puramente energético, si bien se identifica cierta propagación en precios de bienes y servicios cuya producción es relativamente intensiva en energía, como los soportes audiovisuales o distintos servicios de transporte.²

Por otro lado, si nos centramos en medidas inflacionarias más a tiempo real, como el *momentum*,³ también se ven algunos indicios de efectos indirectos. En concreto, y como muestra el segundo gráfico, aunque la gran mayoría de bienes y servicios siguen con *momentums* inferiores al 2,5%, el porcentaje de productos de la cesta núcleo⁴ con

1. Véase el Focus «Tensiones energéticas, inflación y política monetaria en la eurozona», en el IM04/2026.
2. Estos productos se identifican como intensivos en energía a partir del análisis de tablas *input-output* referenciado en la nota al pie 1.
3. Variación intertrimestral anualizada del IPCA desestacionalizado, que recoge más rápidamente cambios de tendencia.
4. El IPCA núcleo excluye energía y todos los alimentos.

Eurozona: IPCA

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



Nota: Variación interanual para IPCA general y núcleo, contribuciones a la inflación general para el resto.

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

Eurozona: top 15 de partidas con mayor incremento de la inflación

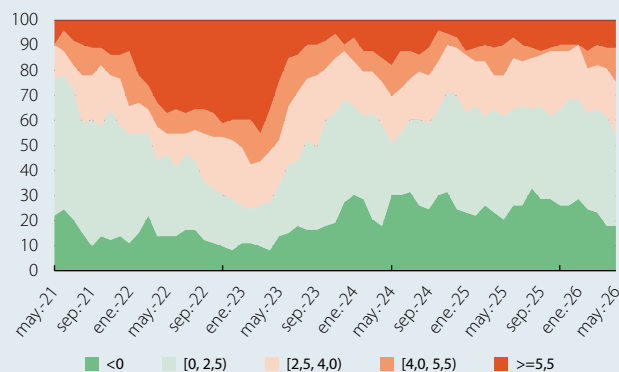
	Inflación interanual (π) en mayo de 2026 (%)	Δπ entre febrero de 2026 y mayo de 2026 (p. p.)	Peso (%)
Combustibles líquidos	43,4	50,6	0,3
Gasóleo	29,4	31,5	1,5
Soportes no grabados	35,1	21,0	0,0
Gasolina	16,3	19,8	2,2
Otros carburantes para vehículos personales	12,2	17,5	0,1
Gas natural distribuido por red	3,7	9,5	1,5
Soportes audiovisuales	4,7	8,8	0,1
Leguminosas verdes frescas o refrigeradas	12,1	8,2	0,0
Alquiler de equipos de transporte personal sin conductor	9,3	7,6	0,2
Aceites vegetales	-4,0	7,4	0,3
Transporte de pasajeros por vía aérea internacional	9,0	6,8	0,8
Hidrocarburos licuados	5,3	6,3	0,1
Uniformes escolares	0,5	5,8	0,0
Ordenadores y consolas para juegos y aplicaciones	-1,1	5,6	0,2
Otras frutas frescas	2,5	5,6	0,2

Nota: Desglose según ECOICOP2 a cuatro dígitos.

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

Eurozona: semáforo del IPCA núcleo

(% de componentes según momentum)



Notas: El momentum se refiere a la variación anualizada del IPCA promedio de los últimos tres meses respecto a los tres meses anteriores. Datos desestacionalizados para el desglose a tres dígitos del IPCA núcleo.

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

momentums superiores al 4,0% ha pasado del 10% al 25% en lo que va de año.

Otra manera de evaluar los efectos indirectos del shock energético es construir un indicador de inflación que agregue todos aquellos bienes no energéticos y servicios que son más propensos a sufrir la propagación energética. A partir de la intensidad energética de cada sector productivo de la eurozona, que podemos inferir usando tablas *input-output*, clasificamos todos los bienes no energéticos y los servicios que componen el IPCA en «sensibles» y «no sensibles» a la energía: alrededor de un 30% y un 70% de la cesta núcleo, respectivamente.⁵ Como muestra el tercer gráfico, en la crisis inflacionista de 2022-2023, el indicador «sensible a la energía» anticipó la tensión y distensión del resto de precios subyacentes. Aunque los movimientos actuales son muy reducidos respecto a 2022-2023, entre febrero y mayo de 2026 la inflación núcleo «sensible a la energía» ha aumentado en 0,4 p. p. mientras la «no sensible» permanecía estable.⁶

Este repaso a distintos cortes del IPCA, que es el índice de referencia y la métrica más relevante para el BCE, muestra algunos efectos indirectos, más bien incipientes (más visibles en el *momentum* que en variaciones interanuales) y de magnitud limitada. Hay otros indicadores distintos al IPCA que sí hacen más visible la amenaza de los efectos indirectos. Son, sobre todo, indicadores basados en encuestas empresariales como los PMI o los índices de sentimiento de la Comisión Europea: desde marzo, estos indicadores han recogido una presión sostenida sobre los costes de los insumos y sobre las intenciones de subidas de precios a productos finales. Además, los datos de precios de producción de Eurostat también señalan ciertas presiones en bienes de capital (+2,1% en abril vs. 1,6% en enero-febrero), bienes intermedios (3,9% vs. 1,4%) y bienes de consumo duradero (2,7% vs. 2,3%). Por último, la inflación de los alimentos se ha distendido en la eurozona en los últimos meses (del 2,5% en febrero al 1,6% en junio), pero estos precios no están exentos de riesgos a futuro, especialmente por el encarecimiento de insumos clave como los fertilizantes (aunque en junio los precios de fertilizantes cayeron con fuerza tras el acuerdo EE. UU.-Irán).

¿Y el acuerdo entre EE. UU. e Irán?

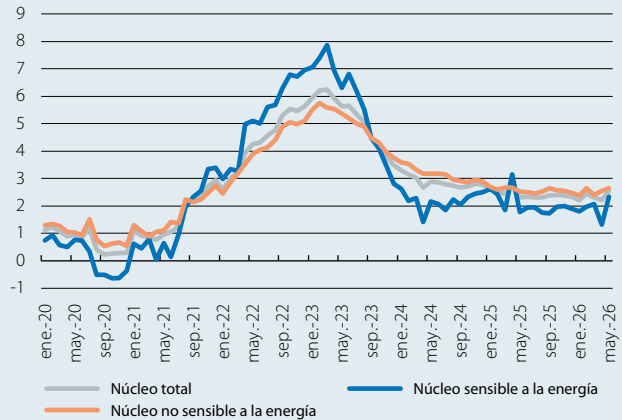
A mediados de junio, los precios del petróleo y el gas cayeron con fuerza gracias al memorándum de entendimiento anunciado por EE. UU. e Irán, con el que daban continui-

5. Reproducimos la metodología de Fagandini *et al.* (2024), «Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items», Boletín Económico del BCE 3/2024, pero usando un desglose del IPCA algo menos detallado (3 dígitos, con 103 partidas) y con los pesos más recientes (2026). Un bien/servicio es «sensible» cuando su intensidad energética (consumos intermedios de energía sobre producción total) es superior a la del promedio de bienes/servicios.

6. El índice «sensible» presenta dos dientes de sierra recientes, en abril de 2025 y 2026, que se deben a efectos de calendario relacionados con la Semana Santa (con un significativo efecto base sobre los precios de transporte aéreo de pasajeros y paquetes vacacionales).

Eurozona: IPCA núcleo

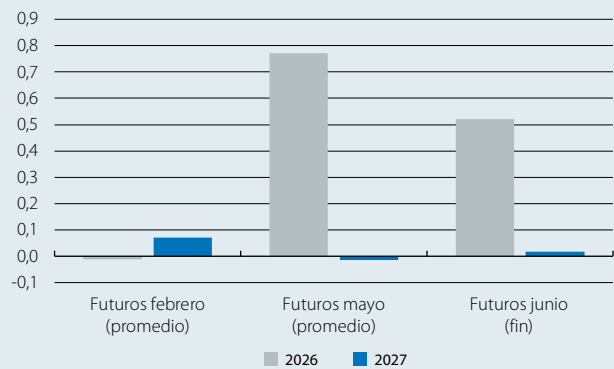
Variación interanual (%)



Nota: Todas las inflaciones están calculadas con los pesos fijos del IPCA de 2026. **Fuente:** CaixaBank Research, estimaciones propias a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: contribución de la energía a la inflación general según futuros de gas y petróleo

(p. p.)



Nota: La contribución estimada también incorpora todos los datos de IPCA disponibles en cada momento. **Fuente:** CaixaBank Research, estimaciones propias a partir de datos de Bloomberg y de Eurostat.

dad a la tregua militar y se anunciaba la reapertura del estrecho de Ormuz y una ventana de negociación de 60 días. La incertidumbre geopolítica es elevada, pero, si se mantiene la reacción favorable de los mercados, se podría reducir significativamente la amenaza inflacionista del conflicto: según los futuros cotizados a finales de junio para el petróleo y el gas, el impacto directo de la energía sobre la inflación general de la eurozona en 2026 podría reducirse en cerca de un 30% (véase el último gráfico).⁷ Incluso bajo estas sendas de futuros favorables, la inflación de la eurozona podría estar cerca del 3% en el promedio de 2026, pero lo haría estando «algo por debajo» en vez de «algo por encima». Y, de la mano de un menor riesgo de escenarios adversos, se reducirían también los riesgos de una propagación intensa al resto de precios e incrementarían la confianza en el retorno al 2% a lo largo de 2027.

7. Este impacto directo se estima a través de regresiones lineales que trasladan los futuros del petróleo y del gas al IPCA de combustibles y lubricantes y al IPCA de energía excluidos los combustibles, respectivamente.

El próximo presupuesto toma el relevo del NGEU en el Semestre Europeo

El 3 de junio se presentó el denominado «paquete de primavera», tramo final del ciclo anual de coordinación de políticas económicas, fiscales y de cohesión de la UE. El año pasado, el foco se centró en acelerar la ejecución de los fondos NGEU en su fase final y reflejar la orientación de la recién estrenada Brújula de la Competitividad. En 2026, el Semestre Europeo refuerza su papel como marco para identificar necesidades de reforma e inversión, con la vista puesta en el próximo presupuesto comunitario 2028-2034. Entre las prioridades: una mayor concreción para avanzar en la integración efectiva del Mercado Único, acompañada de un refuerzo de la agenda de competitividad en sectores estratégicos y el encaje de las nuevas necesidades de gasto en el marco fiscal europeo.

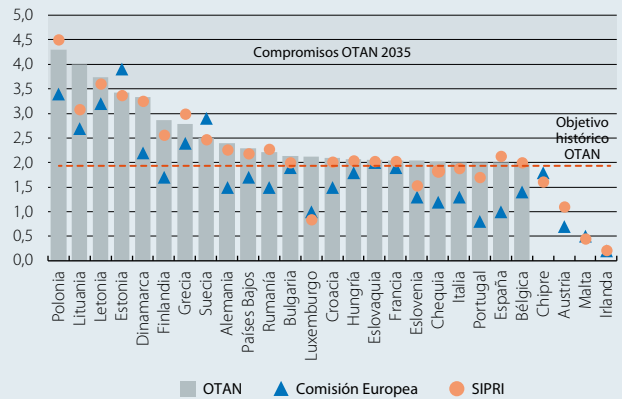
El contexto geopolítico agrava las debilidades estructurales de la UE

El diagnóstico de partida es claro: no hay margen para la complacencia ante la combinación de amenazas –riesgos de seguridad, cambio climático, tensiones en suministros– y debilidades internas –fragmentación del mercado interior, bajo crecimiento de la productividad–. En consonancia con la Brújula de la Competitividad, las tres prioridades son: cerrar la brecha de innovación, descarbonizar la economía y reducir dependencias estratégicas.¹ Para ello se sitúa en primer plano el impulso a una integración efectiva del Mercado Único mediante la reducción de barreras, la simplificación regulatoria y el desarrollo de la Unión del Ahorro y la Inversión, con recomendaciones para canalizar mejor el ahorro europeo hacia una inversión productiva.

En materia de seguridad económica y autonomía estratégica, el eje central es la reducción de dependencias en energía, materias primas críticas y tecnologías clave. Iniciativas como *REPowerEU* y *AccelerateEU* buscan acelerar la diversificación de los suministros, el despliegue de las renovables, la electrificación y el refuerzo de las redes y las interconexiones, y configurar la transición energética como un vector tanto climático como geoeconómico. En paralelo, se impulsa el fortalecimiento de la base industrial en sectores estratégicos, como el de defensa, con foco en compras conjuntas –apoyadas por instrumentos como los préstamos SAFE– y una mayor coordinación entre Estados, lo que permitiría avanzar en los nuevos compromisos de la OTAN de manera más eficiente (véase el primer gráfico).²

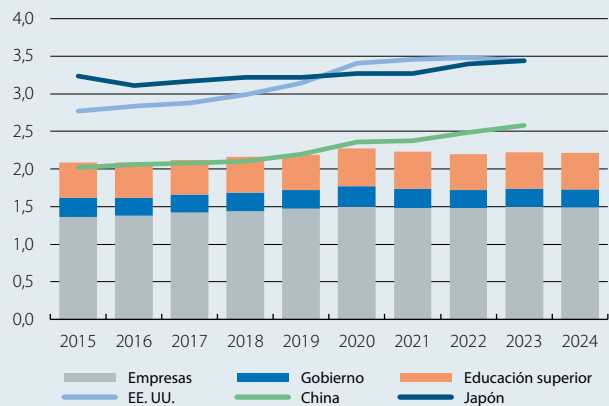
1. Véase el Focus «[Cuánto ha avanzado la UE con la Brújula de la Competitividad?](#)» en el IM04/2026.
 2. Véase el Focus «[Un 5% del PIB en defensa: ¿por qué? ¿para qué? ¿es factible?](#)» en el IM09/2025.

UE: gasto en defensa por país (2025)
(% del PIB)



Nota: Austria, Chipre, Irlanda y Malta no son miembros de la OTAN.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OTAN, de la Comisión Europea y del Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI).

UE: gasto en I+D por sector y total de otros países (2024)
(% del PIB)



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

Retos múltiples bajo las nuevas prioridades estratégicas

Las recomendaciones por país reflejan una agenda más exigente que en el pasado, articulada en torno a un núcleo común ligado a las nuevas prioridades estratégicas. Así, para las cuatro grandes economías, el énfasis combina competitividad, funcionamiento del mercado interior y reformas estructurales. El impulso a la innovación es una prioridad compartida ante la persistente brecha con EE. UU. y otros competidores globales como China (véase el segundo gráfico), con recomendaciones para reforzar la inversión en I+D, mejorar la transferencia de conocimiento hacia el tejido productivo, facilitar el acceso a financiación y desarrollar ecosistemas que favorezcan el crecimiento y el escalado de *startups*. También es una prioridad en estos países la reducción de cuellos de botella administrativos que limi-

tan la capacidad de ejecutar una inversión a gran escala. Las recomendaciones en este ámbito inciden en la mejora de la eficiencia, la reducción de cargas burocráticas y la aceleración de permisos.

Por su parte, en Europa central y oriental, el foco sigue siendo la transición energética hacia fuentes renovables desde un *mix* actual más intensivo en carbón y gas, junto con el refuerzo de la seguridad energética. En los países bálticos y del este, la seguridad, la defensa y la preparación civil ganan un peso específico en el marco de la guerra en Ucrania, mientras que, en el sur de Europa, las recomendaciones mantienen un mayor énfasis en cohesión social, mercado laboral y resiliencia climática.

Una novedad relevante este año es el mayor protagonismo de la vivienda en la agenda europea.³ La Comisión no solo vincula los retos en esta área a la cohesión social, sino también a la competitividad, por su impacto sobre la movilidad laboral y el funcionamiento del mercado de trabajo. Las recomendaciones proponen actuar en varios frentes: simplificar y acelerar permisos y planificación, movilizar suelo público y mejorar la coordinación entre niveles de gobierno, aumentar la construcción y rehabilitación de vivienda asequible y energéticamente eficiente, revisar incentivos fiscales que puedan distorsionar la demanda y fomentar la reutilización de vivienda infrutilizada.

El marco de gobernanza fiscal: cintura a corto plazo, fricciones a medio plazo

En conjunto, estas recomendaciones reflejan una agenda de inversión y reformas más ambiciosa, cuyo desarrollo queda necesariamente condicionado por la situación de las finanzas públicas europeas.⁴ El paquete de primavera de este año constituye el primer test completo del nuevo marco fiscal adoptado en 2024 y de los planes de ajuste nacional remitidos en 2025.⁵ La evaluación combina el objetivo de garantizar la sostenibilidad de la deuda pública a medio plazo con la adaptación a un entorno de crecientes necesidades de gasto estructural (defensa, energía, transformación digital y envejecimiento). La respuesta ha consistido en introducir una flexibilidad limitada y temporal en el marco fiscal, que permite compatibilizar, en algunos casos, la nueva presión de gasto con la senda recomendada, pero que mantiene un balance de cumplimiento heterogéneo con riesgos de desviación concentrados en 2026.⁶

3. Véase el Focus «[Hay razones para que la vivienda sea la principal preocupación de la ciudadanía europea](#)» en el IM02/2026.

4. Véase el artículo «[El dilema fiscal europeo a medio plazo](#)» del Dossier en el IM11/2025.

5. Véase el Focus «[El nuevo marco de gobernanza económica de la UE](#)» en el IM01/2025.

6. Emergen riesgos moderados de desviación en 2026 para economías relevantes como Francia y España, aunque acotadas y compatibles con el cumplimiento en términos acumulados, mientras que se observan situaciones más tensionadas en un grupo más reducido de países con riesgo de incumplimiento material, como Hungría, Croacia, Lituania o Bulgaria; para este último, la Comisión estudia la apertura de un procedimiento de déficit excesivo.

El principal instrumento de flexibilidad es la cláusula nacional de escape para defensa, activada el año pasado, que permite un margen adicional de gasto del 1,5% del PIB hasta 2028, sin comprometer la sostenibilidad fiscal a medio plazo. En 2026, se amplía su alcance para incluir, dentro de este límite y horizonte, determinadas medidas energéticas vinculadas a la reducción de dependencias externas: hasta el 0,3% del PIB anual y un máximo acumulado del 0,6% para inversión en electrificación, redes, almacenamiento, eficiencia energética o transición hacia energías limpias.

Este diseño flexible permite absorber el impacto inmediato de los *shocks* energéticos y de seguridad sin alterar formalmente el ancla fiscal, pero no elimina las tensiones de fondo: los márgenes son temporales, el gasto adicional se incorporará a las trayectorias fiscales y la sostenibilidad dependerá de combinar estas prioridades con mayor crecimiento potencial o ajustes en otras partidas presupuestarias. En este contexto, la clave será cómo se traduzcan los nuevos compromisos estructurales en la senda de gasto de los planes a medio plazo, con el riesgo de que la UE no haya resuelto el encaje de sus prioridades estratégicas con las reglas fiscales y una mayor capacidad presupuestaria común.

La pelota en el tejado de los Gobiernos nacionales

Con la publicación del paquete de primavera, la Comisión define el diagnóstico y orienta las prioridades, pero no hay que olvidar que la implementación última recae en los Estados miembros. A corto plazo, deberán cerrar la ejecución del NGEU, aplicar las recomendaciones por país y cerrar la negociación para el presupuesto comunitario 2028-2034, que determinará la capacidad real de la UE para financiar sus ambiciones en competitividad, defensa, energía o cohesión.⁷ En este contexto, el foco se desplaza de la respuesta europea hacia la ejecución nacional, en la que factores como la capacidad administrativa, la lentitud regulatoria o la fragmentación territorial pueden resultar determinantes.

El debate, por tanto, no puede limitarse a la dimensión europea ni a lo que se discute y acuerda en Bruselas. El cierre del NGEU marca el final de un instrumento excepcional y obliga a consolidar un marco más permanente de inversión y reformas. El Semestre Europeo apunta la dirección, pero el relevo no será automático y exigirá decidir qué parte de ese enfoque, junto con la condicionalidad asociada, se incorpora a los nuevos instrumentos financieros del próximo presupuesto (los denominados Planes de Asociación Nacionales y Regionales en la propuesta inicial de la Comisión). En última instancia, será la capacidad –y la voluntad– de los Estados miembros para alcanzar y aplicar acuerdos ambiciosos lo que determinará si la UE ha estado a la altura del desafío.

David Martínez Turégano

7. Véase el Focus «[Presupuesto 2028-2034 para la UE: ¿misión imposible?](#)» en el IM09/2025.

Europa necesita redirigir su elevado ahorro hacia inversiones productivas

La eurozona ha mantenido una elevada capacidad de financiación, incluso durante los principales *shocks*, gracias, sobre todo, a las familias.^{1,2} Por países, Alemania ha sido la gran generadora de financiación, con independencia de su posición cíclica. Mientras tanto, la capacidad de financiación de España o Italia se ha visto más afectada por el impacto de la crisis del euro, de la pandemia y de la crisis energética por la guerra en Ucrania. Este comportamiento refleja diferencias estructurales relevantes y enlaza con el diagnóstico del informe Draghi³ y del ‘paquete de primavera’ de la Comisión Europea:⁴ la región dispone de recursos, pero necesita movilizarlos de forma más eficaz hacia inversiones productivas que refuercen la competitividad, la autonomía estratégica y la capacidad de adaptación a la nueva realidad tecnológica, energética y geopolítica.

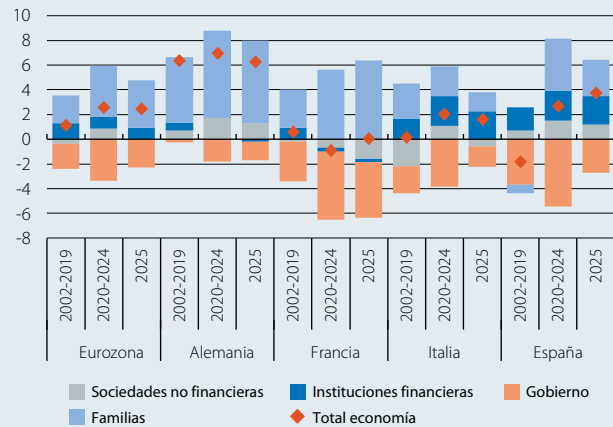
El problema de Europa no es la falta de recursos para invertir

Antes de la crisis financiera de 2008, el ahorro bruto de la eurozona se situaba en torno al 22% del PIB y, tras caer hasta cerca del 20% en 2009-2010, volvió a recuperarse progresivamente a partir de 2013, apoyado en la corrección del desahorro público y la recuperación de la actividad económica. En 2019, el ahorro bruto del conjunto de la economía rozaba el 25% del PIB. La pandemia alteró temporalmente la composición del ahorro: en los hogares alcanzó máximos históricos, en torno al 13% del PIB en 2020, frente al 8,0% de media en la década anterior, compensando el fuerte deterioro del saldo de las Administraciones públicas. Aunque parte de esa bolsa de ahorro se ha ido consumiendo con la normalización de la actividad, el ahorro de los hogares sigue superando su media pre-pandemia. Como resultado, el ahorro bruto total de la eurozona alcanzó en 2025 casi el 24% del PIB, equivalente a unos 3,8 billones de euros.

Sin embargo, este volumen de recursos no se ha traducido en una recuperación equivalente de la inversión. La inversión no financiera bruta, tras alcanzar una media del 22,3% del PIB entre 2002 y 2008 por el auge de la inversión residencial, cayó, tras la crisis financiera, hasta mínimos del 19% del PIB en 2014. Posteriormente, el entorno

1. Capacidad de financiación = ahorro bruto – inversión bruta.
 2. El ahorro bruto es la porción de la renta nacional bruta disponible (RNBD) que no se destina al consumo final. Es la suma del ahorro de distintos sectores institucionales (hogares, empresas, Gobierno).
 3. Véase «[Draghi propone una política industrial europea como motor frente a los retos de las próximas décadas](#)» en el IM10/2024.
 4. Véase el Focus «[El próximo presupuesto toma el relevo del NGEU en el Semestre Europeo](#)», en este mismo informe.

Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación por sector institucional
(% del PIB)



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

de tipos bajos permitió cierta recuperación, pero la pandemia, el aumento de la incertidumbre y el tensionamiento de las condiciones financieras derivado de la crisis energética por la guerra en Ucrania limitaron su avance. En 2025, la inversión representaba un 20% del PIB, unos 3,4 billones de euros. Esta discrepancia entre ahorro e inversión da como resultado una capacidad de financiación en la eurozona de unos 391.000 millones de euros, el 2,5% del PIB. La cuestión no es la ausencia de ahorro, sino su insuficiente transformación en inversión dentro de la propia región.

Alemania explica buena parte del exceso de ahorro en la eurozona

La economía alemana representa en torno a un tercio del ahorro bruto de la región, con un volumen cercano a 1,19 billones de euros en 2025, de los cuales más del 47% corresponde al ahorro de los hogares. Sin embargo, el esfuerzo inversor de la economía ha sido relativamente bajo: en 2025, la inversión bruta se situaba en torno a 908.000 millones de euros, alrededor del 20% del PIB, frente al 21,4% de la eurozona. Esto explica que Alemania registrara una capacidad de financiación próxima a 282.000 millones de euros, en torno al 6% de su PIB, prácticamente el grueso de la capacidad de financiación agregada de la eurozona.

Es previsible que el diferencial entre ahorro e inversión en Alemania se reduzca gradualmente con el despliegue del plan de inversión en infraestructuras, aunque esta convergencia será lenta. En el resto de las grandes economías, salvo España, la capacidad de financiación es más reducida. Francia presenta un ahorro claramente inferior a su

inversión desde la pandemia, condicionado por el deterioro del ahorro público y por la necesidad de financiación del sector empresarial.⁵ España, en cambio, ha mostrado una mejora notable del ahorro de los hogares desde la pandemia que, junto con los esfuerzos de consolidación del sector público, permitió registrar, en 2025, una capacidad de financiación del 3,7% del PIB, unos 63.000 millones de euros.

El ahorro de los hogares se destina a activos poco líquidos

Las familias son la principal fuente de generación de ahorro en la eurozona, pero siempre han mostrado un perfil «más conservador» a la hora de invertir ese ahorro. La vivienda representa su principal activo patrimonial: supone más del 55% de su riqueza neta total, más del 50% de la riqueza en el *bottom* 50% y del 45% en el decil más alto. También se observa una preferencia significativa por los depósitos, que representan casi el 14% de la riqueza total, más del 40% en el caso de los hogares en el *bottom* 50%, pero apenas un 10% en el decil más alto. En contraste, se observa que la exposición a activos financieros con mayor rentabilidad esperada (fondos de inversión y acciones) apenas alcanza un 9% para el total de las familias y, además, se concentra mayoritariamente en el percentil de riqueza más elevada, mientras que entre el *bottom* 50% apenas representa un 3% de su riqueza.^{6,7}

Mientras tanto, en EE. UU. la tenencia de activos financieros es una práctica más extendida. De hecho, para el conjunto de las familias, la vivienda representa menos del 20% de la riqueza y los depósitos apenas suponen un 8% de su patrimonio. Sin embargo, acciones corporativas y fondos de inversión concentran más del 30% de la riqueza.⁸ Existen importantes diferencias entre tramos

de riqueza, pero incluso entre los grupos con menor riqueza se detecta una clara preferencia por productos financieros algo más complejos. De hecho, para los hogares en el *bottom* 50% la renta variable y los fondos de inversión representan un 14% de su riqueza total (lejos de más del 50% para las familias de mayor riqueza), mientras que los depósitos suponen entre un 15% y un 20%. Respecto a la vivienda, representa en torno al 30%-40% de la riqueza entre las familias menos ricas, y apenas supone entre un 8% y un 13% de la riqueza de las familias más ricas.⁹

Hay que asignar de manera más eficiente el ahorro en la eurozona

En definitiva, la cuestión central para Europa no es cuánto ahorra, sino cómo consigue que ese ahorro financie su crecimiento futuro. La comparación con EE. UU. ilustra bien esta diferencia: en Europa, una parte significativa de la riqueza de los hogares sigue concentrada en vivienda y depósitos, mientras que en EE. UU. la mayor presencia de inversiones en acciones y fondos refleja la existencia de mercados de capitales más profundos, líquidos y desarrollados. Esta mayor profundidad facilita que el ahorro llegue con más rapidez y en mejores condiciones a las empresas, especialmente a aquellas con mayores necesidades de financiación a largo plazo y más riesgo, como *startups*, compañías innovadoras o proyectos vinculados a la transición energética y tecnológica. Este diagnóstico coincide con el paquete de primavera de la Comisión Europea, que propone avanzar en la Unión del Ahorro y la Inversión como vehículo necesario para transformar su elevada capacidad de financiación en más crecimiento potencial, mayor innovación y una mejor respuesta ante los retos geopolíticos, tecnológicos y climáticos.

Rita Sánchez Soliva

5. Dado que Eurostat no publica datos sobre reparto de dividendos para todos los países, usamos el beneficio bruto operativo como *proxy* de la renta generada por las empresas. La diferencia entre ese beneficio y el ahorro bruto de las empresas apunta a que en Francia la caída en el ahorro de las empresas no se explica por un deterioro de los márgenes, sino por una mayor presión de los costes financieros y/o una política de reparto de dividendos más generosa que la de sus socios.

6. Véase «[Quien tiene una casa tiene un tesoro](#)» en el IM05/2024.

7. En su encuesta *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS), el BCE publica información para cada uno de los deciles 6, 7, 8, 9 y 10 y para el 50% inferior (*bottom* 50%). Los deciles dividen la serie de riqueza ordenada de menor a mayor en 10 partes iguales y permiten diferenciar a la población por su nivel de riqueza. Así, los deciles más bajos representan a la población con menor riqueza y el decil 10 a aquellos con mayor riqueza.

8. Acciones corporativas engloba acciones de empresas nacionales y extranjeras, cotizadas y no cotizadas, a precios de mercado, así como participaciones directas en empresas, no solo acciones en bolsa. Fondos de inversión se refiere a fondos de renta variable, fondos mixtos y fondos de renta fija. Entre otros, no incorpora ni fondos monetarios ni títulos de deuda adquiridos directamente, que cuentan con sus respectivas categorías para contabilizarse.

9. En su *Distributional Financial Accounts*, la Fed publica la distribución de la riqueza según su percentil. Presenta cinco grandes percentiles principales: el 0,1% más rico (multimillonarios), el resto del 1% superior, el siguiente 9% (*top* 10%), después el 40% (clase media y media-alta) y el 50% inferior.

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

ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Actividad									
PIB real	2,8	2,1	2,1	2,3	2,0	2,7	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	4,5	4,8	4,6	3,9	4,6	5,0	5,6	...
Confianza del consumidor (valor)	104,5	96,1	93,1	97,4	94,2	90,7	93,8	90,6	91,2
Producción industrial	–0,7	1,1	0,5	1,7	1,6	0,8	1,4	1,7	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	48,2	48,9	48,8	48,7	48,2	52,6	52,7	54,0	53,3
Viviendas iniciadas (miles, promedio mensual)	1.370	1.356	1.356	1.347	1.323	1.418	1.392	1.177	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (índice)	330	339	338	338	341	343	342	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,0	4,3	4,2	4,3	4,5	4,3	4,3	4,3	4,2
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,1	59,8	59,8	59,6	59,7	59,3	59,1	59,2	59,0
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–3,3	–3,5	–3,4	–3,1	–2,5	–2,3	...	...
Precios									
Inflación general	2,9	2,6	2,4	2,9	2,7	2,7	3,8	4,2	...
Inflación núcleo	3,4	2,8	2,8	3,1	2,6	2,5	2,8	2,9	...

JAPÓN

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Actividad									
PIB real	–0,2	1,1	1,9	0,5	0,3	0,4	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	37,2	34,7	33,2	34,8	36,7	36,9	32,2	33,6	33,8
Producción industrial	–3,0	0,1	0,1	–1,1	–1,3	1,2	2,0	1,2	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	13,0	14,0	15,0	17,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5	2,5	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,7	–0,5	–0,4	–0,3	–0,2	–0,1	...
Precios									
Inflación general	2,7	3,2	3,4	2,9	2,7	1,4	1,3	1,5	...
Inflación subyacente	2,4	3,0	3,2	3,2	3,0	2,6	1,9	1,8	...

CHINA

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Actividad									
PIB real	5,0	5,0	5,2	4,8	4,5	5,0	–	–	–
Ventas al por menor	3,3	3,8	4,4	2,4	0,7	2,4	0,2	–0,6	...
Producción industrial	5,6	5,9	6,2	5,8	5,0	6,0	4,1	4,5	...
PMI manufacturas (oficial)	49,8	49,6	49,4	49,5	49,4	49,6	50,3	50,0	50,3
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	997	1.187	1.145	1.174	1.187	1.176	1.165	1.167	...
Exportaciones	4,6	5,5	6,0	6,5	3,8	14,5	13,9	19,2	...
Importaciones	1,0	0,2	–0,8	4,7	3,6	23,2	25,2	27,4	...
Precios									
Inflación general	0,2	0,1	0,0	–0,2	0,6	0,8	1,2	1,2	...
Tipo de interés de referencia ³	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	6,9	6,8	6,8	6,8

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	1,2	2,4	3,1	2,0	2,3	1,9	1,0	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-2,9	1,6	1,5	1,5	1,9	-1,6	0,3	...	...
Confianza del consumidor	-12,6	-13,4	-14,1	-13,6	-12,9	-13,7	-20,5	-19,0	-17,7
Sentimiento económico	95,9	95,9	95,0	95,9	97,1	97,8	93,3	93,7	95,0
PMI manufacturas	45,9	49,1	49,3	50,1	49,5	50,6	52,2	51,6	51,4
PMI servicios	51,5	51,3	50,1	50,9	53,0	51,2	47,6	47,7	49,4
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	6,2	...
Alemania (% pobl. activa)	3,4	3,7	3,7	3,8	3,9	3,8	3,8	3,8	...
Francia (% pobl. activa)	7,5	7,7	7,6	7,8	8,0	8,1	8,2	8,2	...
Italia (% pobl. activa)	6,6	6,1	6,3	6,0	5,7	5,2	5,1	5,0	...
PIB real (<i>variación interanual</i>)	0,9	1,5	1,6	1,4	1,2	0,3	-	-	-
Alemania (<i>variación interanual</i>)	-0,5	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	-	-	-
Francia (<i>variación interanual</i>)	1,4	0,9	0,8	0,8	1,1	0,9	-	-	-
Italia (<i>variación interanual</i>)	0,6	0,7	0,5	0,7	0,9	0,8	-	-	-

Precios

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
General	2,4	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	3,0	3,2	2,8
Núcleo	2,8	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,6	2,4

Sector exterior

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Saldo corriente	3,0	2,0	2,4	2,2	2,0	2,1	2,0	...	...
Alemania	5,9	4,5	5,0	4,7	4,5	4,4	4,3	...	...
Francia	0,1	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	...	...
Italia	1,1	1,1	0,9	1,1	1,1	1,4	1,4	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,2	96,1	96,2	97,9	97,5	97,2	97,4	96,7	96,1

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	0,8	2,7	2,6	2,9	3,0	3,0	3,4	4,0	...
Crédito a hogares ^{2,3}	0,5	2,2	2,1	2,5	2,9	3,0	3,0	3,1	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	4,9	3,4	3,4	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	4,6	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6	3,6	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	-3,9	5,0	5,3	5,5	5,4	5,4	4,0	4,3	...
Otros depósitos a corto plazo	12,4	-0,1	-0,1	-1,5	-1,0	-0,2	0,9	1,4	...
Instrumentos negociables	20,0	7,7	11,0	4,4	0,9	0,8	0,9	3,2	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	3,0	1,9	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	...

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.

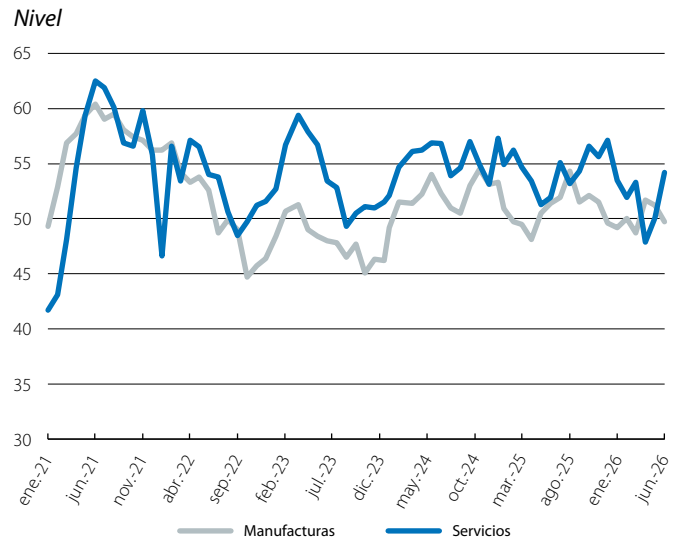
La economía española entre aguas: ¿desaceleración o recuperación?

La mejora de las perspectivas del conflicto entre EE. UU. e Irán diluye las alertas tempranas de desaceleración de nuestra economía. Pasados cuatro meses desde el estallido del conflicto, ya el mes pasado se empezaron a detectar señales que apuntaban que el ritmo de crecimiento de la economía podría estar viéndose afectado por las implicaciones del conflicto sobre el mercado energético, la confianza y las condiciones financieras. Sin embargo, la reapertura parcial del estrecho de Ormuz tras el reciente acuerdo firmado entre EE. UU. e Irán ha contribuido a aliviar, en gran medida, las tensiones en los mercados energéticos, lo cual aligera la presión que se ha ido acumulando sobre la economía y ahuyenta el fantasma de la desaceleración.

Los indicadores de actividad han virado al alza con respecto al mes anterior. Por el lado del consumo –el área que se debería ver más afectada por el impacto del aumento de la inflación–, hemos visto un buen comportamiento en mayo. El índice de comercio al por menor repuntó un 0,6% intermensual y recuperó parte del terreno perdido en el mal dato de abril (-1,5%), aunque el promedio de abril y mayo sigue situándose un 0,5% por debajo del promedio del 1T. Asimismo, en el mismo mes, la producción industrial ha crecido con fuerza, de tal modo que la tasa interanual acelera del 2,3% al 3,4%. Por su parte, muy buenos datos del sector turístico. En mayo, las llegadas de turistas internacionales crecieron un 9,5% y un 10,9% interanual, frente al 1,2% y 4,6% que se registró en mayo del año pasado. Este buen comportamiento casa con la visión de que el sector turístico español debería beneficiarse del conflicto en Oriente Próximo por la redirección de flujos turísticos y apunta a una temporada alta de récord. Finalmente, el PMI compuesto repuntó en junio con fuerza hasta alcanzar los 53,3 puntos (50,1 el mes anterior), muy por encima del umbral que marca ausencia de cambios (>50 puntos) y el registro más elevado desde diciembre de 2025. En su conjunto, y tomando en cuenta los datos de mercado laboral que comentamos a continuación, el cuadro de indicadores indica que el crecimiento del PIB en el 2T 2026 podría emplazarse por encima del 0,3% intertrimestral que contempla nuestro escenario.

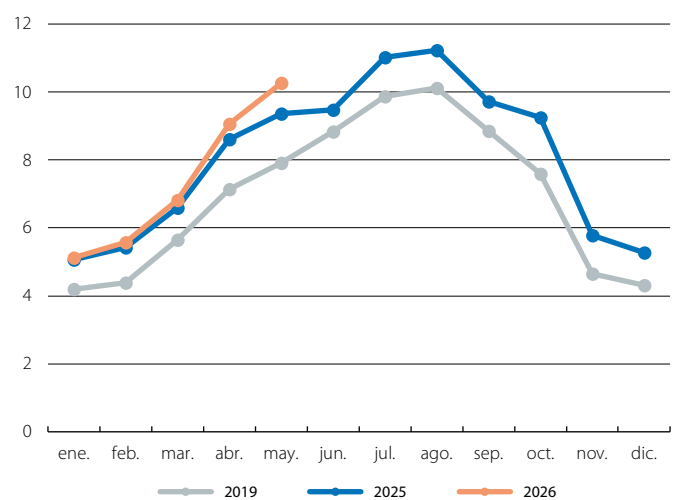
El mercado laboral cierra el 2T con un fuerte crecimiento de la afiliación por el efecto de la regularización, aunque sin este efecto el ritmo de crecimiento se mantiene dinámico. En el conjunto del 2T, y comparando con los afiliados promedios del 1T, la afiliación creció en cerca de 595.000 personas, por encima de las 540.000 que se registraron en el promedio de los 2T entre 2023 y 2025. Sin embargo, según el Gobierno, se han dado de alta cerca de 160.000 afiliados debido al proceso de regularización, por lo que la variación intertrimestral, neta del efecto de la regularización, es de alrededor de 435.000 afilia-

España: índices PMI



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

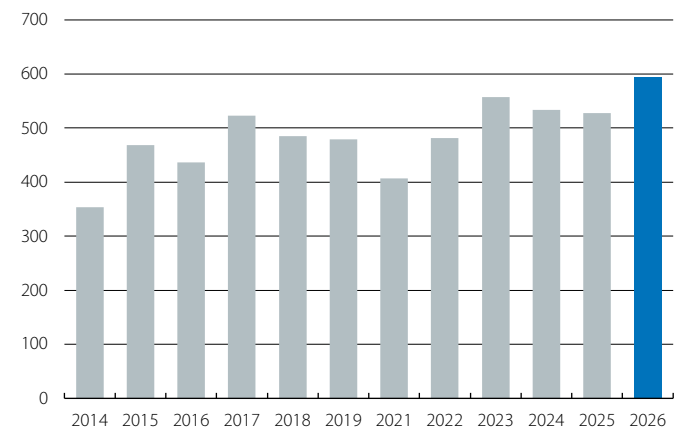
España: llegada de turistas internacionales (Millones de personas)



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

España: afiliados a la Seguridad Social en el 2T del año*

Variación intertrimestral (miles de personas)



Nota: * Serie bruta.

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

dos, algo por debajo de lo habitual en este trimestre. En términos desestacionalizados, estimamos que la cifra corregida supone un crecimiento intertrimestral de la afiliación en el 2T del 0,5%, un ritmo dinámico y que coincide con el ritmo de avance del trimestre anterior.

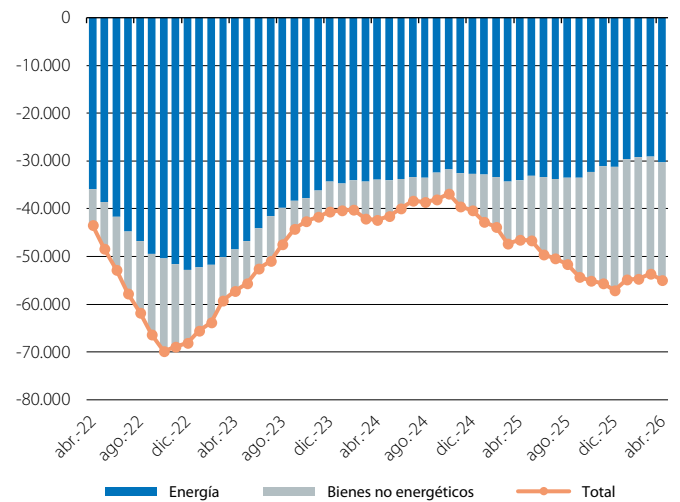
El aumento de los precios de la energía empieza a aflorar en los datos de sector exterior, pero no truncan la senda de mejoría del saldo comercial desde principios de año. En abril, el déficit comercial se situó en 5.172 millones de euros, desde los 3.882 millones de un año antes, debido al mayor crecimiento de las importaciones, del 8,7% interanual, que de las exportaciones, del 5,8%. Este aumento estuvo impulsado por el fuerte tirón de las importaciones de productos energéticos (+32,2%), motivado principalmente por el encarecimiento de los precios. A pesar del deterioro debido al componente energético en abril, el saldo comercial acumulado entre enero y abril arroja un déficit de 16.850 millones de euros, inferior al registrado en el mismo periodo de 2025, de 18.982 millones. Es de prever, sin embargo, que los datos que se publiquen de mayo y junio sigan mostrando un deterioro del saldo energético que lastre la evolución del saldo comercial.

La inflación en junio se mantiene estable en el 3,2%, pero empieza a reflejar los efectos de la caída de los precios de la energía. Aunque en junio se retiraron las medidas de apoyo impositivas sobre las facturas de gas y electricidad, la inflación del componente energético apenas aceleró con respecto al mes anterior. Esto fue posible gracias a la marcada corrección de los precios de los carburantes en las gasolineras, reflejo de la caída del precio del petróleo en los mercados internacionales. Por su parte, aunque la inflación núcleo retrocedió 1 décima, se mantiene aún elevada en un 3,1%, debido, en gran medida, al componente de servicios, afectado por las partidas de transporte, particularmente aéreo, que son las más directamente afectadas por el aumento del precio de la energía de los últimos meses. De cara a los próximos meses, es probable que veamos un repunte de la inflación por la retirada gradual de las ayudas impositivas sobre los carburantes, pero, en cualquier caso, la caída del precio de los futuros del petróleo apunta a que la senda de la inflación para el resto del año sea inferior a la que preveíamos con anterioridad al acuerdo entre EE. UU. e Irán.

En la antesala al conflicto en Irán, la tasa de ahorro de los hogares se mantenía elevada. En el acumulado a cuatro trimestres, la tasa de ahorro de las familias se situó en el 11,8%, apenas 0,2 p. p. por debajo del registro del mes anterior y muy por encima del promedio entre 2015 y 2019, del 7,3%. Esta elevada tasa de ahorro proporciona un colchón con el que los hogares pueden hacer frente al aumento de la inflación que se ha producido a lo largo del 2T. Si harán uso de este colchón o no, es una cuestión aún abierta. De momento, el ligero deterioro observado de los indicadores relacionados con el consumo apunta a que es posible que los hogares hayan optado por proteger su colchón y ajustar sus decisiones de consumo.

España: saldo comercial de bienes

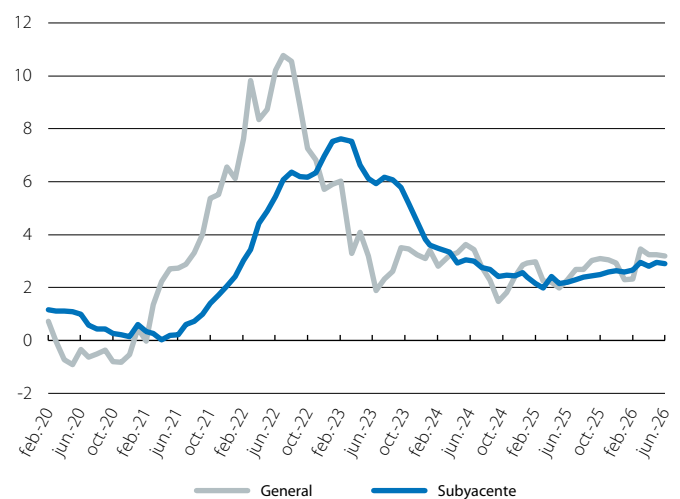
Millones de euros (acumulado de 12 meses)



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

España: IPC

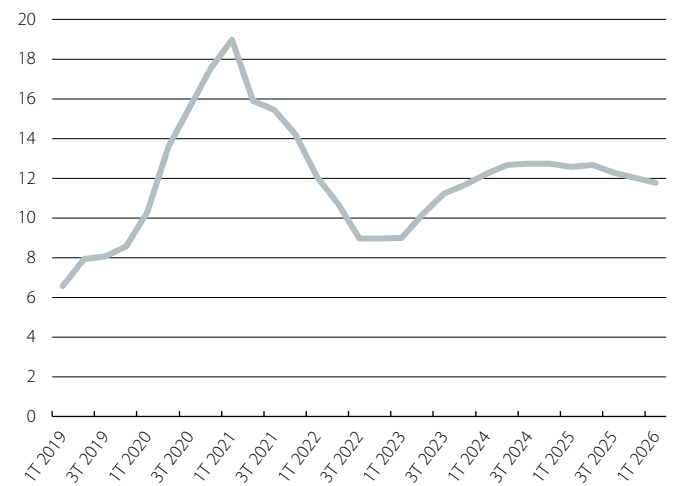
Variación interanual (%)



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

España: tasa de ahorro de los hogares

(% de la renta bruta disponible)*



Nota: * Acumulado de cuatro trimestres.

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

El recorrido del crecimiento del empleo en España

Es de sobra conocido que el empleo en España ha experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años. La tasa de paro también se ha reducido de forma notable, situándose en 2025 en el 10,5%, el mejor registro desde 2008 y casi 4 p. p. por debajo del dato de 2019. Sin embargo, sigue siendo una de las más elevadas de la eurozona. Además, el número de puestos de trabajo vacantes en 2025 fue casi un 50% superior al de 2019; el 40% del empleo creado fue ocupado por trabajadores nacidos en el extranjero, y en el 2T 2026 más del 40% de las empresas declaró estar condicionada por la disponibilidad de mano de obra.¹ A tenor de estas cifras, cabe preguntarse si el mercado laboral podrá seguir apoyando el crecimiento de la economía española.

Una parte importante del desempleo se concentra en colectivos con dificultades de inserción laboral, entre los que destacan los parados de larga duración. En los años previos a la crisis financiera de 2008, solo el 25% de los desempleados llevaba más de un año buscando empleo, un colectivo que superó el 50% en el periodo de recuperación posterior y que se ha mantenido alrededor del 40% en los últimos años (35% en el 1T 2026).

A este factor se suma un aumento del desempleo entre los trabajadores de mayor edad. El peso de los parados de 55 años o más se ha incrementado de forma sustancial desde la crisis financiera y, en el ciclo actual, prácticamente duplica el nivel previo a 2008. La formación también desempeña un papel determinante: alrededor de la mitad de los desempleados tiene un nivel formativo bajo.² Estos tres factores –larga duración, edad avanzada y baja formación– configuran una bolsa de paro de difícil reabsorción.

Los colectivos con mayor empleabilidad presentan una tasa de paro más reducida. Por ejemplo, la tasa de paro de las personas de entre 25 y 49 años con menos de un año en situación de desempleo se sitúa en torno al 6%, un nivel considerablemente inferior al del conjunto de la población, aunque todavía superior al 4% de la eurozona.

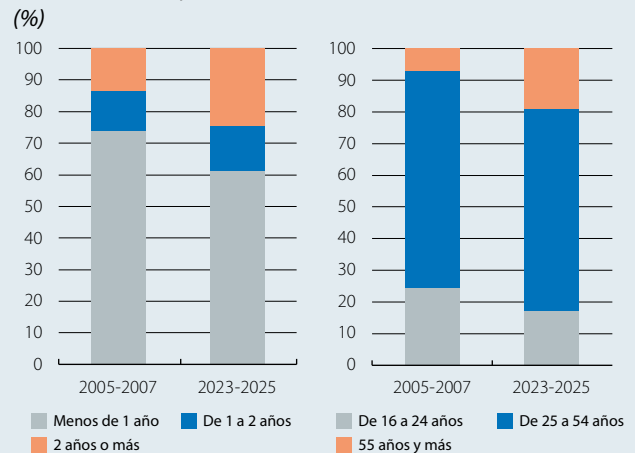
Por sectores de actividad, la tasa de desempleo se sitúa por debajo del 5% en la mitad de las ramas, las mismas que concentran el 40% de la ocupación. A su vez, las ramas con menores tasas de desempleo suelen presentar niveles salariales más elevados.

El mercado laboral español todavía presenta un nivel de holgura relativamente amplio a nivel agregado, por lo que debería poder seguir apoyando el crecimiento económico. Pero para ello es fundamental reforzar los mecanismos que incentivan y facilitan la inserción laboral de las personas con más dificultades para encontrar empleo. Las políticas activas de empleo son una pieza clave, en particular aquellas enfocadas en la formación en sectores y profesiones con mayores dificultades para encontrar mano de obra.

Zoel Martín Vilató

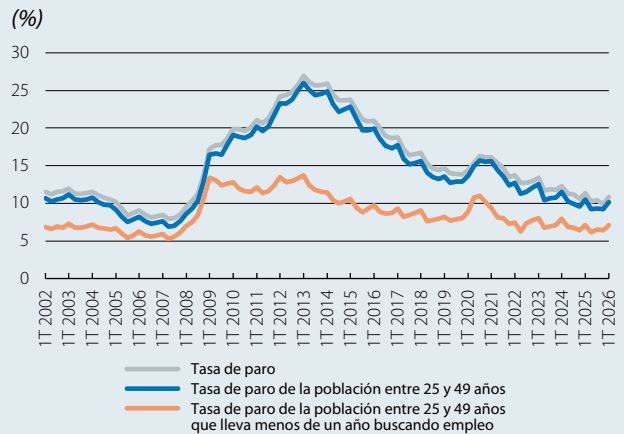
1. Encuesta EBAE del Banco de España.
2. Nivel formativo bajo: haber cursado como máximo la primera etapa de educación secundaria.

España: composición del paro por tiempo de búsqueda y edad



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

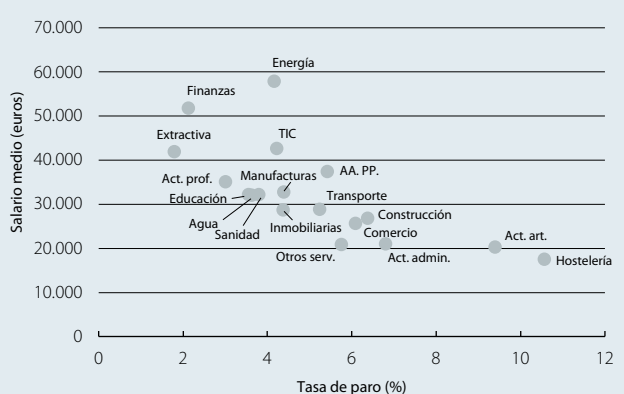
España: tasas de paro alternativas



Nota: Las tasas de paro de la población entre 25 y 49 años se calculan en base a la población activa del mismo tramo de edad.

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

España: tasas de paro y salarios por rama de actividad



Nota: El cálculo de las tasas de paro sectoriales excluye a los parados que llevan más de un año buscando trabajo.

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

Del menú del día al sábado noche: patrones intrasemanales del consumo en restauración en España

Tras el fuerte impulso posterior a la pandemia, la restauración española entra en una fase de crecimiento más sostenible, con un avance del gasto aún dinámico, asociado al impulso del sector turístico, aunque más moderado que en años recientes. Más allá de esta evolución, ponemos el foco en el mercado patrón estacional del sector y, aprovechando la elevada granularidad de los datos de gasto con tarjeta en TPV de CaixaBank,¹ este artículo analiza la estacionalidad intrasemanal del gasto en restauración, es decir, cómo se distribuye la demanda a lo largo de los días de la semana.

La mayor parte del gasto en restauración se produce entre el viernes y el domingo

La actividad en restauración se concentra en los últimos días de la semana. De hecho, se trata de un patrón bastante estable en los últimos años (véase el primer gráfico), si bien entre 2021 y 2022 se registró incluso un ligero repunte del peso relativo entre el viernes y el domingo, probablemente vinculado al teletrabajo y a cambios en los hábitos de oficina, que redujeron parcialmente el consumo de lunes a jueves. En cualquier caso, el efecto fue limitado y se ha ido corrigiendo. En 2025, entre viernes y domingo se concentra algo más del 57% del gasto semanal (solo 0,7 p. p. más que en 2019), frente a algo menos del 43% entre lunes y jueves.

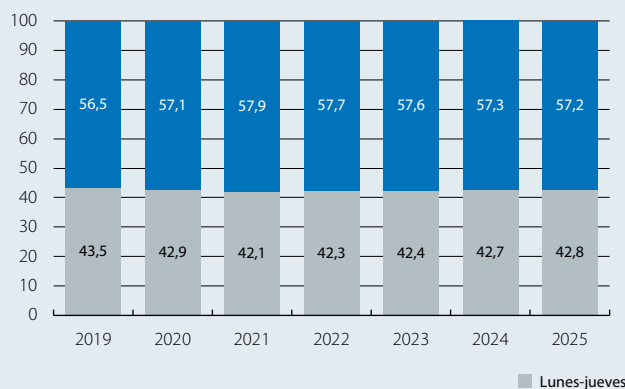
Esta importancia relativa del viernes a domingo apunta a un rasgo estructural del sector: el consumo en restauración está fuertemente vinculado a los momentos de ocio, algo que se vio impulsado en los años inmediatos tras la pandemia. La mayor concentración del gasto en viernes y fin de semana se explica, en mayor medida, por un importe más elevado por transacción, aunque el mayor número de operaciones también contribuye. Entre viernes y domingo se concentra en torno al 53% de las operaciones, 4 puntos menos que cuando mirábamos el porcentaje de gasto.

La clave está en el *ticket* medio: mientras que entre lunes y jueves se sitúa en torno a 16,5 euros por transacción, en los tres últimos días de la semana ronda los 23 euros, es decir, un 37% más.² Una posible interpretación de este diferencial es la distinta estructura de precios y formatos de consumo durante la semana laboral y el viernes-domingo: durante los días laborables, es más habitual la presencia de ofertas como el menú del día; en cambio, este tipo de opciones pierde peso durante el viernes-domingo.

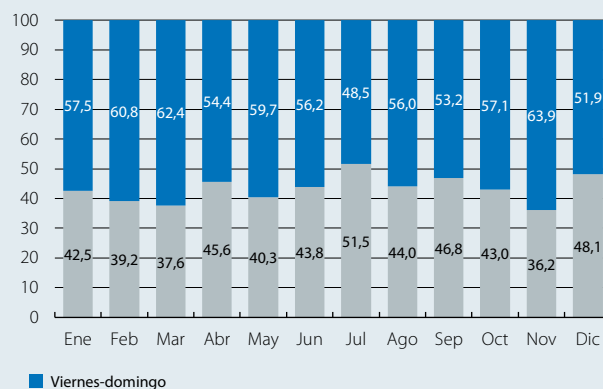
Cabe preguntarnos si este patrón se reproduce de forma homogénea a lo largo del año o si se aprecia cierta variación estacional. A grandes rasgos (véase el segundo gráfico), se observa que el peso del gasto entre lunes y jueves es relativamente mayor en los meses con mayor

España: evolución del gasto en restauración intrasemanal

Importe de operaciones de gasto en restauración
(% sobre el total de gasto anual)



Gasto semanal a lo largo de 2025
(% sobre el total de gasto mensual)



Nota: El análisis se limita a operaciones superiores a 5 euros para mitigar el sesgo derivado del mayor uso de la tarjeta en pagos de pequeño importe tras la pandemia.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

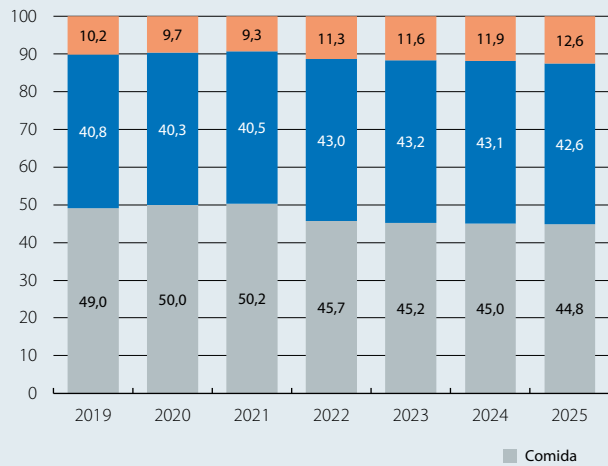
1. Según nuestros datos internos, el 40,5% de la facturación total del restaurante medio español se concentra en tan solo cuatro meses del año (temporada alta de junio a septiembre), tal y como analizamos en «[El sector de la restauración en España en 2024: lo que revelan los datos de millones de transacciones de pagos con tarjetas](#)» en el Informe Sectorial de Turismo 1S 2025.

2. Estos datos del *ticket* medio corresponden al año 2025, pero cabe señalar que, de nuevo, esta brecha se ha mantenido muy estable a lo largo de los últimos años y las cifras no difieren de forma significativa respecto a 2019.

España: gasto en restauración intrasemana e intradía

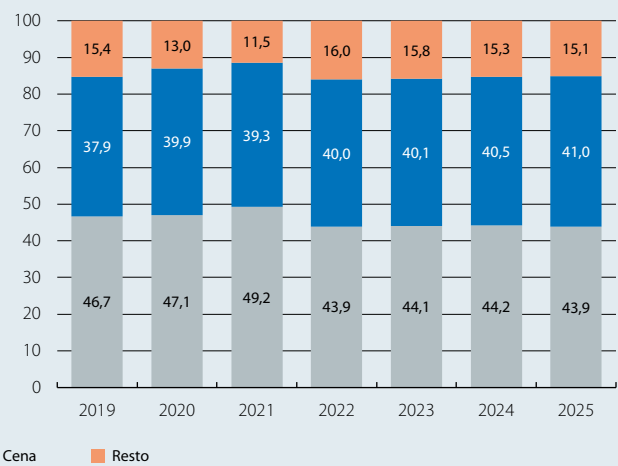
Gasto de lunes a jueves

(% sobre el total de gasto de lunes a jueves)



Gasto de viernes a domingo

(% sobre el total de gasto de viernes a domingo)



Nota: El análisis se limita a operaciones superiores a 5 euros para mitigar el sesgo derivado del mayor uso de la tarjeta en pagos de pequeño importe tras la pandemia.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

intensidad de ocio y mayor presencia de festivos, como julio, diciembre o abril (Semana Santa), lo que tiende a suavizar la diferencia entre lunes-jueves y viernes-domingo.

En los últimos años, la cena resta cuota al gasto en el almuerzo

La evolución del gasto en restauración apunta a un cambio muy gradual en los patrones de consumo intradía: aunque la comida sigue siendo el momento clave y más relevante, la cena ha ido ganando peso relativo con el paso del tiempo, tanto de lunes a jueves como, sobre todo, de viernes a domingo.

Entre lunes y jueves, la cena ha pasado de representar el 40,8% del gasto en 2019 al 42,6% en 2025, mientras que la comida ha reducido su peso del 49,0% al 44,8%. Una tendencia similar se observa de viernes a domingo, donde la cena aumenta su participación del 37,9% al 41,0%. La pandemia introdujo una alteración temporal de este patrón: en 2021, se aprecia un repunte de la comida durante el viernes-domingo (49,2% del gasto, frente al 46,7% de 2019), probablemente asociado a una recuperación del consumo todavía condicionada por restricciones y más concentrada en horarios diurnos. No obstante, en los años posteriores el reparto del gasto vuelve a desplazarse gradualmente hacia la cena.

Esta evolución apunta a cierta recomposición del gasto hacia momentos de consumo más vinculados al ocio y la socialización, especialmente en el tramo final de la semana. Aunque el almuerzo continúa concentrando la mayor parte del gasto, el avance relativo de la cena refuerza la idea de que la restauración de viernes a domingo se apo-

ya cada vez más en experiencias de consumo más discrecional y de mayor gasto medio.

Existe cierta heterogeneidad en los patrones de consumo entre provincias

En todas las provincias españolas, el porcentaje de gasto en restauración de viernes a domingo supera al realizado el resto de la semana. Sin embargo, al analizar la distribución de esta variable y contrastar el comportamiento entre lunes y jueves frente a viernes y domingo, aparecen diferencias notables, tal y como reflejan los mapas del último gráfico.

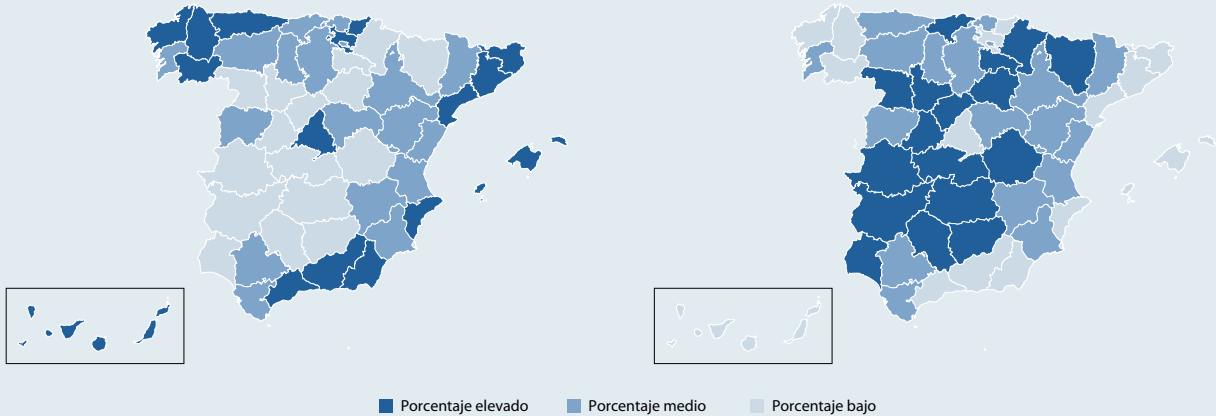
El gasto a lo largo de la semana laboral tiende a ser relativamente más elevado en provincias con mayor densidad económica y urbana, donde la restauración se beneficia de la actividad laboral y del consumo recurrente asociado al día a día. En cambio, en buena parte del interior peninsular y en algunas provincias del oeste y del sur, el gasto de viernes a domingo gana peso relativo y refleja un patrón más ligado al ocio y la socialización. En conjunto, este contraste apunta a la coexistencia de dos perfiles territoriales de demanda: uno más estructural y sostenido durante la semana, y otro más concentrado y dependiente del consumo en el tramo final de la semana.

Mención aparte merecen el arco mediterráneo y algunas provincias turísticas, que presentan un patrón más mixto, al combinar un peso relativamente elevado del gasto entre semana con una presencia también significativa del consumo de viernes a domingo, algo coherente con una demanda más diversificada y asociada al consumidor extranjero.

España: distribución del gasto en restauración a lo largo de la semana, según la provincia

Gasto de lunes a jueves

Gasto de viernes a domingo



Notas: Datos de 2025. El porcentaje es «elevado» si supera el percentil 66 (P66) de la distribución, «medio» si está entre el P66 y P33 y «bajo» si es inferior al P33.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

El análisis del gasto en restauración en España pone de manifiesto la elevada persistencia de un patrón claramente concentrado de viernes a domingo, donde se genera más de la mitad del gasto, impulsado por un mayor *ticket* medio y vinculado a momentos de ocio. No obstante, este patrón presenta cierta estacionalidad –con un mayor peso relativo del consumo entre semana en periodos festivos o de mayor actividad lúdica– y dife-

rencias territoriales que reflejan la coexistencia de perfiles de demanda más ligados a la actividad económica diaria frente a otros más orientados al ocio. Además, se observa una evolución gradual en los hábitos intradiarios, con una ligera pérdida de protagonismo de la comida frente a la cena, especialmente en el tramo final de la semana, lo que sugiere, de nuevo, una creciente orientación del consumo hacia experiencias más sociales y discrecionales.

Pedro Álvarez Ondina y Eduard Alcobé Garcia

El cambio climático y la fidelización del turismo internacional: nuevas evidencias para España

El turismo internacional ha sido una de las grandes fortalezas de la economía española en los últimos años. Tras la recuperación posterior a la pandemia, el sector ha vuelto a registrar cifras muy elevadas de llegadas y gasto y ha reforzado su papel como motor de actividad, empleo y generación de renta en buena parte del territorio. Sin embargo, esta posición de liderazgo convive con un reto estructural de primer orden: el cambio climático. España es un destino muy competitivo por la riqueza de su oferta, la calidad de sus infraestructuras y la amplitud de su calendario turístico, pero una parte relevante de su atractivo se apoya todavía en unas condiciones climáticas que están cambiando con rapidez. En este contexto, es importante entender cómo reaccionan los turistas ante experiencias térmicas extremas para anticipar riesgos y oportunidades del sector.

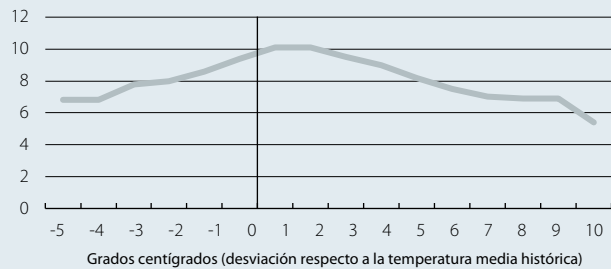
En un artículo publicado anteriormente,¹ analizamos por primera vez, a partir de los datos internos de pagos con tarjetas extranjeras en TPV de CaixaBank cruzados con información climática de la European Union's Copernicus Land Monitoring Service Information, si las olas de calor afectaban a la probabilidad de que un turista internacional volviera a España. En ese análisis, encontramos que los turistas que habían experimentado temperaturas excepcionalmente elevadas durante su estancia mostraban una menor propensión a regresar al año siguiente. En concreto, cuando la desviación de la temperatura media respecto a su referencia histórica superaba los 8 °C –lo que considerábamos una ola de calor extrema–, la probabilidad de repetir visita se reducía en un 13,8%. La actualización de este análisis con datos de 2024 y 2025 confirma que este patrón no fue un episodio aislado, sino una regularidad que persiste en el tiempo.

El primer gráfico muestra que la relación entre la experiencia térmica y la fidelización mantiene una forma muy similar a la observada anteriormente. Cuando la temperatura experimentada por el turista se sitúa en torno a su promedio histórico, la propensión a regresar a España se mantiene estable. En cambio, a medida que la desviación positiva de la temperatura aumenta por encima de los cuatro grados, la probabilidad de retorno se reduce. En los episodios más extremos, los turistas expuestos a vacaciones anormalmente calurosas presentan una propensión a volver aproximadamente un 15% inferior a la de aquellos cuya estancia transcurrió bajo condiciones térmicas más próximas a la normalidad histórica. Este resultado es especialmente relevante porque se obtiene en un contexto en

1. Véase el artículo «La fidelización del turismo y el cambio climático» en el IS turismo 25 2024.

Probabilidad de regresar a España según la temperatura experimentada

Probabilidad de que un turista regrese a España en verano de 2025 tras observarlo en verano de 2024 (%)*

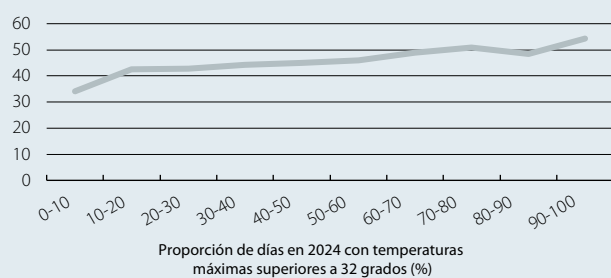


Nota: * En función de las condiciones climáticas experimentadas durante su estancia en verano de 2024. En concreto, la escala horizontal representa la desviación de la temperatura media (en grados centígrados) experimentada durante la estancia de verano de 2024 en relación con la temperatura media histórica (entre 1970 y el 2000) en las mismas fechas y localización.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de pagos con tarjetas extranjeras en TPV de CaixaBank y de la European Environmental Agency.

Probabilidad de que los turistas repetidores elijan destinos más frescos según la temperatura experimentada

(%)



Notas: Probabilidad de que un turista elija un destino en 2025 con temperaturas históricas 5 grados más frescas que la temperatura histórica de su destino en 2024. La temperatura histórica es el promedio de las temperaturas en un mismo día entre 1970 y el 2000. Los turistas pueden ajustar tanto el destino como la fecha de viaje para encontrar una temperatura promedio histórica diferente.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de pagos con tarjetas extranjeras en TPV de CaixaBank y de la European Environmental Agency.

el que el turismo internacional hacia España mantiene un gran dinamismo, lo que sugiere que el efecto climático opera incluso en una fase de elevada demanda agregada.

La principal novedad de este artículo es que ampliamos el análisis para estudiar no solo si los turistas regresan, sino también cómo ajustan sus decisiones cuando regresan. El segundo gráfico muestra que los turistas que han experimentado una ola de calor durante su estancia tienden, al año siguiente, a realizar sus vacaciones en zonas o fechas con temperaturas esperadas más frescas. En concreto, la probabilidad de elegir en 2025 un paquete de destino y fechas con una temperatura histórica al menos 5 °C inferior a la de 2024 aumenta con la proporción de días de la estancia previa en los que se superaron temperaturas máximas de 32 °C. Dicho de otro modo, la experiencia de

calor extremo reordena las preferencias dentro del mercado turístico español.

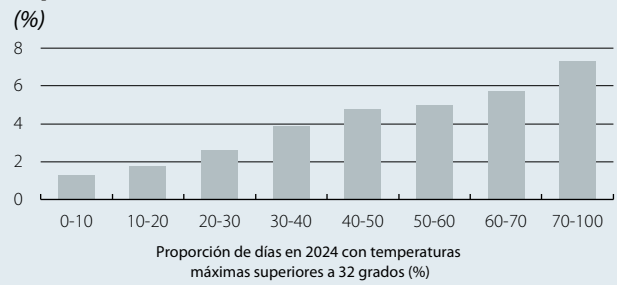
El ajuste de preferencias respecto al mercado turístico español puede producirse por dos canales principales. El primero es la sustitución geográfica: el turista mantiene, en términos generales, el calendario de sus vacaciones, pero cambia de destino dentro de España hacia zonas con temperaturas esperadas más moderadas. El segundo canal es la sustitución temporal: el turista mantiene una tipología de destino similar, pero desplaza su viaje hacia meses menos calurosos, anticipando o retrasando sus vacaciones.

A pesar de que los turistas ajustan sus viajes, vemos que lo hacen de manera sutil. Los turistas repetidores tienden a ser fieles a sus destinos. Por ejemplo, en los destinos mediterráneos, que concentran dos tercios de las llegadas internacionales, el 85,2% de los turistas repetidores cuyo destino principal en 2024 fue mediterráneo repitió en esa misma tipología en 2025. Solamente el 1,8% de turistas internacionales que eligieron el Mediterráneo en 2024 y volvieron a España eligieron la costa atlántica como destino principal en 2025. Un análisis de regresiones que vincula la experiencia climática con la sustitución por tipología de destino sugiere que esta opción no suele utilizarse: los turistas que han sufrido una ola de calor y, aun así, vuelven a España, no suelen cambiar de tipología de destino. Asimismo, observamos que las olas de calor no están asociadas con cambios en la propensión a sustituir temporadas.

La limitada movilidad entre tipologías de destino y temporadas no significa, sin embargo, ausencia de adaptación. Un turista que desea unas vacaciones mediterráneas puede cambiar de municipio o de zona costera, sin abandonar la categoría general de destino que prefiere. Asimismo, un visitante de Canarias puede elegir otra isla, otra orientación de costa o unas fechas distintas dentro de una temporada parecida. La especificación de nuestras regresiones, que vincula la experiencia de las olas de calor con la sustitución a un destino con una temperatura histórica más baja, manteniendo fija la tipología de destino y la temporada, muestra coeficientes positivos y económicamente significativos. Por tanto, lo que parecemos observar es que los turistas que experimentan olas de calor logran seleccionar destinos más frescos en su misma temporada y tipología geográfica de destino.

El tercer gráfico ilustra cómo los turistas que han experimentado temperaturas más extremas en el Mediterráneo en el verano de 2024, y que vuelven al Mediterráneo en verano de 2025, tienen una mayor propensión a elegir destinos con temperaturas históricas 5 grados por debajo de la temperatura histórica de su destino en 2025. Ello evidencia que existe un margen de sustitución climática importante dentro de las mismas temporadas y categorías de destino. Otro ejemplo de este tipo de sustitución es

Probabilidad de que los turistas repetidores en verano y en el Mediterráneo elijan destinos más frescos según la temperatura experimentada



Notas: Probabilidad de que un turista elija un destino en 2025 con temperaturas históricas 5 grados más frescas que la temperatura histórica de su destino en 2024. La temperatura histórica es el promedio de las temperaturas en un mismo día entre 1970 y el 2000. Aunque los turistas pueden ajustar tanto el destino como la fecha de viaje para conseguir una temperatura promedio histórica diferente, en este caso analizamos solamente turistas que viajaron al Mediterráneo en verano de 2024 y volvieron al Mediterráneo en verano de 2025.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de pagos con tarjetas extranjeras en TPV de CaixaBank y de la European Environmental Agency.

que los turistas que visitaron el interior en verano de 2024, sufrieron olas de calor y decidieron volver al interior en 2025 tendieron a elegir destinos con mayor altitud que los turistas que no experimentaron olas de calor.

En conjunto, los resultados muestran que los turistas responden a las olas de calor de dos formas. Por un lado, reducen su propensión a volver a España. Por otro, sin modificar la tipología del destino principal ni la temporada del viaje, optan por destinos más frescos.

Para el sector turístico español, las implicaciones son importantes. En primer lugar, la fidelización de los turistas internacionales puede verse erosionada por las olas de calor extremas. En segundo lugar, la adaptación de la oferta será cada vez más determinante para sostener la competitividad. Mejorar el confort térmico de alojamientos y espacios públicos, ampliar las zonas de sombra, reforzar la eficiencia energética, adaptar horarios y diversificar actividades en interiores y al aire libre son medidas que pueden reducir el impacto del calor sobre la experiencia turística y mantener los niveles de fidelización de los turistas internacionales en España.

David Cesar Heymann y Eduard Alcobé Garcia

Indicadores de actividad y empleo

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Industria									
Índice de producción industrial	0,4	1,3	1,3	2,4	1,8	0,5	2,3	3,4	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-4,9	-4,8	-5,3	-5,0	-3,9	-3,2	-4,9	-4,1	-3,2
PMI de manufacturas (valor)	52,2	50,9	50,0	52,6	51,1	49,3	51,7	51,2	49,7
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	16,7	8,8	14,8	7,9	8,8	...	...	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	9,7	11,5	22,9	18,7	11,5	5,6	5,3	...	...
Precio de la vivienda	8,4	12,7	12,7	12,8	12,9	12,9	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	6,3	4,3	3,2	2,7	2,3	3,1	...
PMI de servicios (valor)	55,3	54,5	52,2	54,2	56,4	52,9	47,9	50,1	54,2
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	1,7	4,3	5,3	4,4	4,1	3,3	0,6	1,3	...
Matriculaciones de automóviles	7,2	12,9	13,8	16,9	8,0	7,6	8,4	-0,8	7,8
Indicador de sentimiento económico (valor)	103,1	103,1	102,3	102,7	104,3	105,1	102,7	102,6	103,3
Mercado de trabajo									
Población ocupada ²	2,2	2,6	2,7	2,6	2,8	2,4	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	11,3	10,5	10,3	10,5	9,9	10,8	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social ³	2,4	2,3	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,5	2,8
PIB	3,5	2,8	2,9	2,7	2,6	2,7	...	...	...

Precios

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
General	2,8	2,7	2,2	2,8	3,0	2,7	3,2	3,2	3,2
Subyacente	2,9	2,3	2,3	2,4	2,6	2,7	2,8	3,0	2,9

Sector exterior

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,2	0,7	2,0	0,8	0,7	0,2	1,1	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	0,1	4,6	4,1	4,6	4,6	1,7	2,9	...	...
Saldo corriente	50,7	49,5	48,5	48,2	49,5	48,6	48,0	...	...
Bienes y servicios	66,3	64,7	64,0	62,5	64,7	67,1	67,7	...	...
Rentas primarias y secundarias	-15,7	-15,1	-15,5	-14,3	-15,1	-18,6	-19,8	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	68,7	66,9	67,5	66,6	66,9	65,8	65,2	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	5,1	4,8	3,9	4,9	4,8	5,5	5,5	5,5	...
A la vista y preaviso	2,0	6,7	5,0	7,2	6,7	7,1	6,2	5,9	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	23,5	-4,7	-1,5	-6,6	-4,7	-2,2	2,1	3,5	...
Depósitos de AA. PP. ⁵	23,1	4,9	25,5	7,2	4,9	5,0	8,7	3,1	...
TOTAL	6,3	4,8	5,4	5,1	4,8	5,5	5,8	5,4	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,7	3,5	2,6	2,8	3,5	3,8	2,9	3,0	...
Empresas no financieras	0,4	2,9	2,5	2,3	2,9	3,7	3,7	3,8	...
Hogares - viviendas	0,3	3,5	2,3	2,9	3,5	3,7	3,7	3,8	...
Hogares - otras finalidades	2,3	4,6	3,5	3,7	4,6	4,3	-1,3	-1,5	...
Administraciones públicas	-2,6	10,7	5,3	12,9	10,7	8,1	9,9	8,1	...
TOTAL	0,5	3,9	2,7	3,4	3,9	4,1	3,4	3,3	...
Tasa de morosidad (%)⁶	3,3	2,7	3,0	2,9	2,7	2,6	2,6	...	...

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

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

Portugal: se recuperan los niveles de confianza y el empleo se mantiene robusto

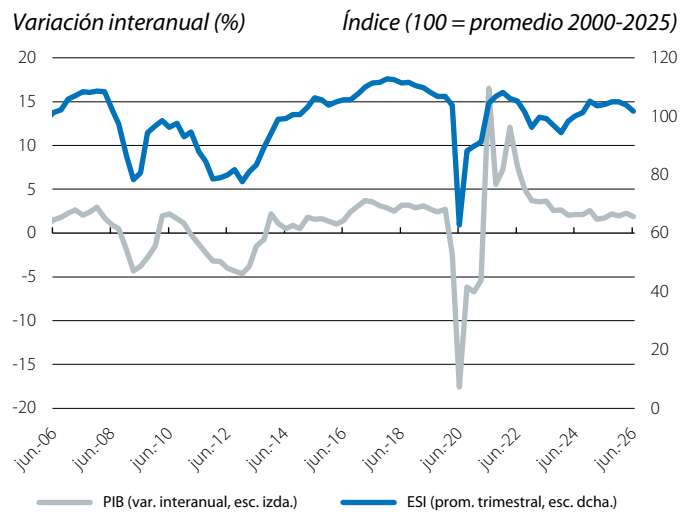
Un 2T de menos a más. Se ha observado una recuperación transversal de los principales indicadores de sentimiento a partir de mayo, a medida que la incertidumbre asociada a los impactos de la guerra en Irán se fue disipando. En junio, destacó sobre todo el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea, que repuntó hasta los 103 puntos (vs. 101,7 en mayo). El consumo privado también sigue mostrando solidez. Las ventas minoristas crecieron un 4,2% en los dos primeros meses del trimestre, mientras que las matriculaciones de automóviles aumentaron un 11,8% en el 2T (frente al 10,1% del 1T), un comportamiento respaldado por la buena marcha del mercado laboral y el crecimiento de los salarios nominales, que avanzaron un 5% en el 1T. En este contexto, la tasa de ahorro permanece cerca de máximos históricos, en el 12,3% en el 1T, y los indicadores relativos a la inversión sugieren un comportamiento positivo en el 2T.

Datos mixtos de inflación en junio. La inflación general se situó en el 3,2% en junio, ligeramente por debajo del 3,3% registrado en mayo, un comportamiento explicado por la caída de los precios energéticos, que se desaceleraron con fuerza (+9,1% interanual en junio vs. 13,1% en mayo), a raíz de la rápida caída de los precios de la energía a nivel global, tras la firma del memorándum de entendimiento entre EE. UU. e Irán. Por su parte, la inflación subyacente ganó impulso y se situó en el 2,5% (vs. 2,2% en mayo), posiblemente reflejando efectos rezagados del shock energético.

El empleo vuelve a ganar impulso y el 2T podría resultar más positivo de lo esperado. El empleo creció un 2,8% interanual en mayo, por encima del crecimiento medio registrado en los cuatro meses anteriores (2,4%) y la población ocupada volvió a alcanzar un nuevo máximo histórico (5.366.600 trabajadores). Asimismo, la tasa de desempleo descendió hasta el 5,5%, lo que representa una reducción de 0,2 p. p. respecto a abril y de 0,7 p. p. en comparación con el mismo mes del año anterior. Estos datos sugieren una evolución del mercado de trabajo mejor de lo esperado y apuntan a riesgos a la baja a nuestra previsión actual de la tasa de paro para el conjunto de 2026 (5,9%).

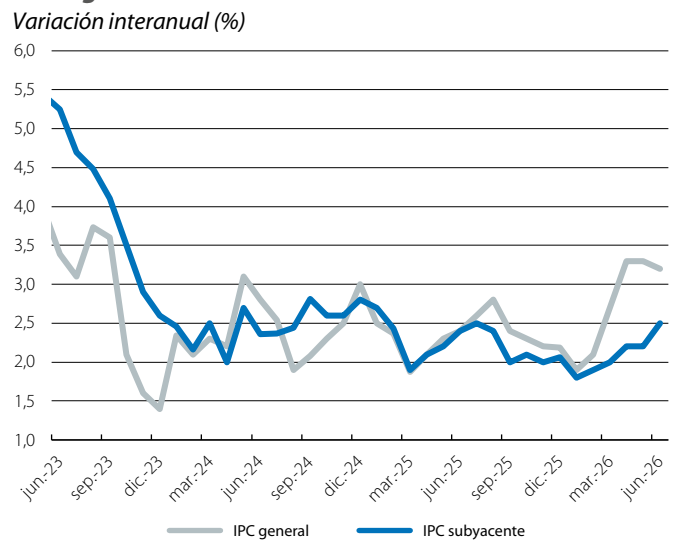
El índice de precios de la vivienda aumentó un 17,8% interanual en el 1T. Esta cifra supone una ligera desaceleración respecto al 4T 2025 (18,9%), también observada en el ritmo de crecimiento trimestral, que se mantuvo elevado (3,8%) pero por debajo de la intensidad observada en los trimestres anteriores. La dinámica de las compraventas también mostró cierta moderación. Durante el trimestre se transaccionaron 37.745 viviendas, un 8,7% menos que en el mismo periodo del año anterior y con una caída también significativa en términos trimestrales (-12,4%). Las expectativas sobre la evolución de los precios y de las transacciones se han moderado, aunque los fundamentos del mercado siguen siendo compatibles con una revalorización sólida de la vivienda a lo largo de 2026.

Portugal: sentimiento económico y crecimiento del PIB



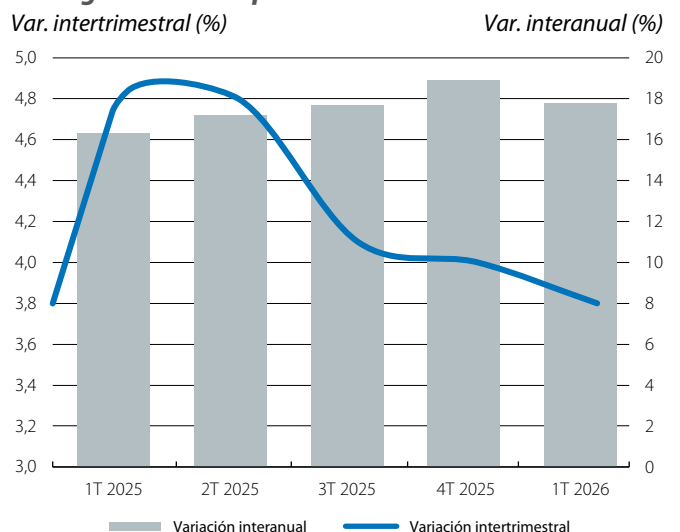
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal y de la Comisión Europea.

Portugal: IPC



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

Portugal: índice de precios de la vivienda



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

Indicadores de actividad y empleo

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	04/26	05/26	06/26
Índice coincidente de actividad	2,0	2,0	2,0	2,3	2,2	...	1,9	1,7	...
Industria									
Índice de producción industrial	0,8	0,7	3,3	0,6	0,4	...	0,0	-2,3	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,2	-4,0	-3,2	-2,9	-2,1	-3,6	-2,8	-3,5	-4,4
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,5	21,4	9,1	16,9	...	...	5,6	...	...
Compraventa de viviendas	14,5	15,5	3,8	-4,7	-8,7	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	8,5	17,4	18,2	18,4	17,5	...	16,5	17,1	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	6,3	1,9	2,6	1,9	2,2	...	1,8	1,8	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	5,5	10,1	11,6	7,7	6,0	8,2	7,9	8,3	8,5
Consumo									
Ventas comercio minorista	3,3	5,3	5,8	5,3	4,4	...	5,2	3,2	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,8	3,4	3,1	3,2	3,0	...	2,5	2,0	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-16,2	-15,2	-16,2	-25,6	-23,9	-27,1	-25,9
Mercado de trabajo									
Población ocupada	1,2	3,2	3,7	3,7	2,3	...	2,4	2,8	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,4	6,0	5,8	5,8	6,1	...	5,7	5,5	...
PIB	2,2	1,9	2,2	1,9	2,3	...	-	-	-

Precios

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	04/26	05/26	06/26
General	2,4	2,3	2,6	2,2	2,2	3,3	3,3	3,3	3,2
Subyacente	2,5	2,2	2,3	2,1	1,9	2,3	2,2	2,2	2,5

Sector exterior

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	04/26	05/26	06/26
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	2,0	0,6	2,0	0,6	-3,0	...	-1,2	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	2,0	4,1	6,7	4,1	3,1	...	3,7	...	...
Saldo corriente	6,5	3,8	3,0	3,8	3,0	...	3,1	...	...
Bienes y servicios	6,4	3,7	3,5	3,7	2,8	...	2,6	...	...
Rentas primarias y secundarias	0,1	0,1	-0,5	0,1	0,2	...	0,5	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	9,6	8,3	7,0	8,3	7,3	...	7,6	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	04/26	05/26	06/26
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	7,5	5,4	6,3	5,4	6,4	...	6,9	6,6	...
A la vista y ahorro	-0,3	8,1	8,6	8,1	7,9	...	7,4	7,3	...
A plazo y preaviso	15,3	3,1	4,3	3,1	5,1	...	6,5	6,0	...
Depósitos de AA. PP.	26,7	28,7	-0,5	28,7	20,4	...	15,2	10,9	...
TOTAL	7,9	6,0	6,1	6,0	6,9	...	7,2	6,7	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	1,9	6,6	5,8	6,6	7,7	...	8,0	7,8	...
Empresas no financieras	-1,0	2,6	2,2	2,6	4,3	...	4,9	4,2	...
Hogares - viviendas	3,0	9,3	8,0	9,3	9,8	...	10,1	10,2	...
Hogares - otras finalidades	5,4	7,0	6,9	7,0	8,4	...	8,3	8,2	...
Administraciones públicas	0,6	6,4	4,8	6,4	3,2	...	2,7	4,6	...
TOTAL	1,9	6,6	5,7	6,6	7,5	...	7,8	7,7	...
Tasa de morosidad (%)²	2,4	2,1	2,3	2,1	2,1	...	-	-	-

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

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

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

Te recomendamos:

Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera



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

Monitor de consumo



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

Flash de divisas



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

Observatorio Sectorial 1S 2026



La economía española afronta la primera mitad de 2026 desde una posición de solidez, aunque con una clara moderación del crecimiento tras el fuerte dinamismo de 2025 y en un contexto internacional más adverso. El estallido de la guerra en Irán ha introducido un nuevo *shock* de oferta que está afectando de forma desigual a los sectores, con mayor impacto en la industria y una mayor resiliencia de los servicios orientados al mercado interno. Pese a ello, la fortaleza de la demanda interna y el avance en la modernización del tejido productivo permiten absorber el impacto sin un deterioro significativo del ciclo.

Informe Sectorial Inmobiliario 1S 2026



Esta nueva edición del *Informe Sectorial Inmobiliario* (1S 2026) analiza las dinámicas recientes y las perspectivas del sector en España y destaca los principales retos que marcarán la evolución del mercado y la presión sobre los precios en los próximos años: el deterioro de la accesibilidad, la escasez de vivienda disponible y los desequilibrios territoriales. También se examina en profundidad el esfuerzo del alquiler entre los españoles, mediante el análisis de datos internos de alta frecuencia.

Informe Sectorial Turismo 1S 2026



El sector turístico español afronta 2026 con bases sólidas y perspectivas favorables, tras la normalización del crecimiento pospandemia. En 2025, España reafirmó su liderazgo internacional al recibir 97 millones de turistas extranjeros y alcanzar un gasto turístico récord de 135.000 millones de euros, consolidándose como la segunda potencia mundial del sector. El PIB turístico creció un 2,7% y se prevé que mantenga un avance anual sostenido en torno al 2,5%-2,7% en los próximos años.

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., 2026

© Banco BPI, 2026

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

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

