

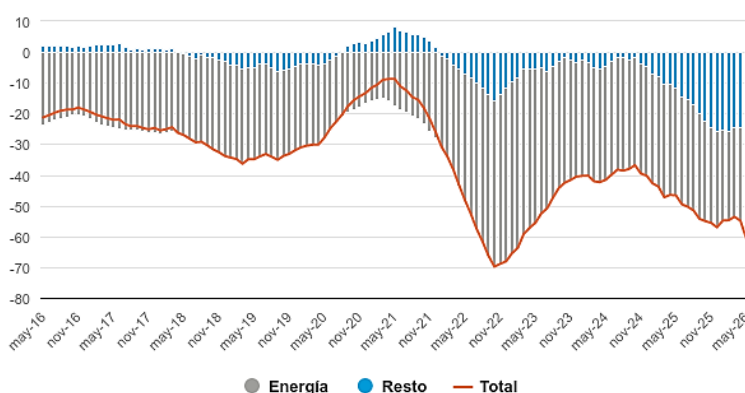
Economía española

La producción del sector terciario en España mantuvo un ritmo de avance estable en mayo. El índice de producción del sector servicios avanzó un 1,9% interanual en mayo, un ritmo similar al del mes anterior (2,2%). En el promedio de abril y mayo el índice creció un 0,6% frente al promedio del 1T, lo cual apunta a un buen comportamiento del sector en el 2T.

Las importaciones españolas crecen con fuerza en mayo y amplían el déficit comercial. Las importaciones de bienes aumentaron un 14,4% interanual, impulsadas principalmente por los productos energéticos, que aportaron 8,3 p. p. al crecimiento total, en un contexto de fuerte encarecimiento de la energía por el conflicto entre EE. UU. e Irán. En cambio, las exportaciones retrocedieron un 0,9%. En consecuencia, el déficit comercial se elevó hasta los 8.245 millones de euros, frente a los 2.543 millones de mayo de 2025. En el acumulado de enero a mayo, las importaciones crecieron un 3,1%, por encima del 1,3% de las exportaciones, y el déficit alcanzó los 25.094 millones de euros (–21.525 millones en el mismo periodo del año anterior).

España: saldo comercial exterior de bienes

Datos acumulados en 12 meses (miles de millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.

La morosidad se estabiliza en mínimos desde 2008. La tasa de morosidad se situó en el 2,59% en mayo, 4 p. b. por debajo del mes anterior. Esta evolución refleja la reducción del saldo dudoso (–398 millones de euros) en un contexto de crecimiento del crédito. En términos interanuales, la morosidad disminuyó 52 p. b., impulsada por una caída del stock de dudosos de 5.279 millones de euros (equivalente a 44 p. b. de la caída total), consolidando una trayectoria sostenida de mejora de la calidad crediticia.

Economía internacional

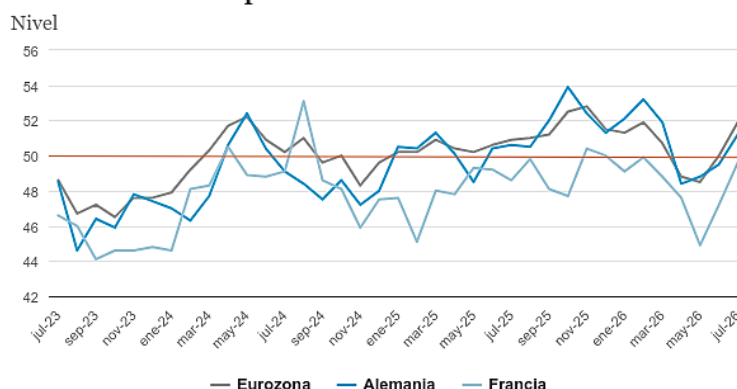
Trump anuncia nuevos aranceles. A partir del 24 de julio de 2026, la Administración Trump sustituirá el arancel temporal general del 10% por nuevos aranceles entre el 10% y el 12,5 % a unos 60 socios comerciales, que en la práctica cubren casi todas las importaciones estadounidenses. La justificación oficial es combatir las cadenas de suministros vinculadas al trabajo forzoso, pero en la práctica no es más que sustituir el arancel transitorio del 10% por un esquema de recargos diferenciados por países y con algunas exenciones por productos sensibles o sin alternativa nacional. Aunque los detalles finales todavía están pendientes de publicación, la medida vuelve a introducir ruido en el comercio internacional y añade presión sobre los costes de importación, los precios al consumo y los márgenes de las empresas, en un contexto ya tensionado por el conflicto en Oriente Próximo.

Para la UE, el impacto inmediato parece relativamente contenido. Sus exportaciones quedarían sujetas, en general, a un arancel máximo del 10%, por debajo del 12,5% que afrontarán muchos otros países, y el diseño del nuevo sistema evitaría que varios productos europeos ya gravados soporten un recargo adicional. Esto coloca a Europa en una posición algo más favorable que la de otros competidores y limita, por ahora, el golpe directo sobre sus ventas a EE. UU. Aun así, Bruselas ha calificado la medida de injustificada y mantiene una posición prudente: la tolerará mientras no supere el umbral del 15% previsto en el acuerdo comercial bilateral. Según nuestras estimaciones, el arancel efectivo soportado por la UE antes de estos anuncios se situaba por debajo del 10%.

Adicionalmente, ya ha entrado en vigor el arancel del 25% a buena parte de las importaciones de Brasil y el arancel del 50% a ciertos productos procedentes de Canadá, que representan en torno al 5% del total de las importaciones canadienses.

La actividad mejoró en la eurozona durante el periodo de tregua en Oriente Próximo. De hecho, el PMI para la eurozona subió en julio 1,9 puntos, hasta 51,9, reafirmandose en niveles compatibles con crecimientos positivos de la actividad (por encima de 50), pero todavía modestos. La mayor mejora se registra en servicios (+2,2 puntos, hasta 51,6) y, en menor medida, en manufacturas (+0,6 puntos, hasta 52,0). Por países, Alemania aumenta su actividad (+1,7 puntos, hasta 51,2), gracias al empuje tanto de servicios como de manufacturas, mientras que en Francia (+2,4 puntos, hasta 49,6) la mejora se explica únicamente por servicios. Es bastante probable que la mejoría en la actividad que reflejan los PMI sea transitoria y que, a corto plazo, veamos un nuevo enfriamiento de la actividad, dado el aumento de incertidumbre por el recrudecimiento del conflicto en Oriente Próximo y el notable encarecimiento que vuelve a acumular la energía.

Eurozona: PMI compuesto



Nota: Los datos del último mes corresponden a la estimación flash.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

La actividad industrial de EE. UU. se frena a cierre del 2T. De hecho, la producción manufacturera encadena, en junio, dos meses creciendo un modesto 0,1% intermensual, si bien el balance para el 2T es bastante positivo (4,7% anualizado vs. 1,9% en el 1T) gracias al empuje que las ramas más vinculadas al ciclo inversor en IA mostraron en marzo. Precisamente, la fortaleza que se anticipa para la inversión en tecnología seguirá impulsando la actividad en la industria, pero la moderación que ya se observa en los principales indicadores de clima industrial y el nuevo repunte de los precios energéticos aconsejan matizar este optimismo y apuntan a una evolución más contenida de la actividad en los próximos meses.

Mercados financieros

El BCE mantiene los tipos y traslada la presión a los datos. En su reunión del 23 de julio, el BCE dejó el tipo de interés *depo* en el 2,25%, en una decisión que fue unánime, pero ante la que también se discutió sobre la conveniencia de subir tipos. El BCE presentó una descripción equilibrada de la situación, destacando en positivo los últimos datos de actividad e inflación y recalando que el conflicto en Oriente Próximo genera mucha incertidumbre y deja un balance de riesgos negativo (con amenaza de mayor inflación y menor crecimiento). En este contexto, el BCE reiteró su compromiso con la estrategia de «tomar decisiones reunión a reunión y según la evolución de los datos», sin dar orientación sobre la evolución futura de su política monetaria y rechazando comprometerse con ninguna senda de tipos de interés. Con todo, la rueda de prensa de Lagarde posterior a la reunión tuvo un cierto «*crescendo hawkish*», al sugerir escepticismo con un escenario en el que el conflicto se encauce rápida y sostenidamente y, además, resaltar la «buena capacidad de interpretación de los mercados financieros», algo que puede entenderse como una validación implícita de las cotizaciones financieras (que dan un 90% de probabilidad a que el BCE suba el *depo* al 2,50% en septiembre) (véase la [Nota Breve](#)).

La Fed mantendrá la pausa en julio entre mejores datos y renovados riesgos inflacionistas. Esperamos que la Fed mantenga los tipos en el 3,50%-3,75% en su reunión del 28 y 29 de julio. Aunque el mercado cotiza una cierta probabilidad de subida ya en julio, los datos desde junio han quitado presión sobre la Fed para subir tipos. El IPC sorprendió claramente a la baja (y no solamente por energía), el mercado laboral se desaceleró ligeramente y el consumo no muestra una aceleración que obligue a una respuesta preventiva. Esta combinación no exige ya un endurecimiento monetario, pero tampoco permite hablar aún de bajadas de tipos, como sucedía antes de la guerra en Irán. Paralelamente, la reapertura de hostilidades en Oriente Próximo aconseja cautela a una Fed que no parece tener demasiada urgencia por mover ficha, pese al sesgo *hawkish* de sus miembros en las últimas semanas. El interés se centrará en cómo Warsh interpreta los datos de IPC, empleo y actividad y en si modera o no el sesgo *hawkish* de su primera reunión. Lo más probable es que lance un mensaje de pausa con sesgo vigilante: la Fed seguramente reconozca la reciente mejoría en los datos de inflación, a la vez que insiste en que necesita más evidencia para confirmar que el *shock* inflacionista no se extiende entre las diversas partidas, sobre todo, tras las renovadas tensiones bélicas en el estrecho de Ormuz. Los mercados siguen descontando dos subidas de tipos en los próximos 12 meses, ya que, incluso en los escenarios benignos, la inflación tardará en converger hacia niveles plenamente compatibles con el objetivo de la Fed (véase la [Nota Breve](#)).

El recrudecimiento de las tensiones en Oriente Próximo devolvió la inflación al foco inversor. El fuerte repunte de los precios energéticos, con el Brent superando los 100 dólares por barril y el gas natural TTF registrando también intensos avances (especialmente acusados en los futuros para la temporada invernal) elevó las expectativas de inflación en la eurozona y llevó a los inversores a revisar al alza la senda prevista de los tipos de interés del BCE y la Fed. Como ya hemos señalado en la sección anterior, el BCE dejó los tipos sin cambios, dejando la puerta abierta a una subida en septiembre, tal y como ya cotizaban los tipos implícitos del mercado monetario. En EE. UU., el mercado también endureció sus expectativas para la Fed, avivado por las declaraciones *hawkish* de diversos miembros del FOMC en la semana. En este contexto, las curvas soberanas de Alemania y EE. UU. se desplazaron al alza (con mayor intensidad en EE. UU.) y sus pendientes se aplanaron por un mayor repunte de los tramos cortos. En la eurozona, las primas periféricas se ampliaron ligeramente. Estos movimientos en los tipos de interés favorecieron al dólar, que se apreció frente a sus principales pares, incluido el euro. Este se vio penalizado por el deterioro que induce el encarecimiento energético en los términos de intercambio de la eurozona y en sus perspectivas de crecimiento. La renta variable cerró la semana con descensos en la mayoría de los índices nacionales de Europa y EE. UU. Allí, las grandes compañías tecnológicas sufrieron una significativa corrección, lastradas tanto por el aumento de los tipos de interés como por las dudas sobre la rentabilidad futura de sus grandes inversiones ligadas a la IA. Por el contrario, los sectores vinculados a la energía avanzaron con fuerza. En Europa, las pérdidas fueron más contenidas y el IBEX 35 volvió a destacar por su fortaleza relativa.

		23-7-26	17-7-26	Var. semanal	Acumulado 2026	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,47	2,48	-1	45	52
	EE. UU. (SOFR)	3,78	3,73	+5	13	-53
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,95	2,87	+7	70	91
	EE. UU. (SOFR)	4,07	3,99	+8	65	10
Tipos 2 años	Alemania	2,89	2,79	+10	77	96
	EE. UU.	4,35	4,18	+17	88	43
Tipos 10 años	Alemania	3,20	3,13	7	35	50
	EE. UU.	4,69	4,55	14	52	29
	España	3,67	3,59	9	39	37
	Portugal	3,57	3,49	9	42	44
Prima de riesgo (10 años)	España	47	46	1	4	-13
	Portugal	37	36	1	8	-6
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		7.408	7.458	-0,7%	8,2%	16,4%
Euro Stoxx 50		6.210	6.231	-0,3%	7,2%	16,0%
IBEX 35		19.267	19.217	0,3%	11,0%	35,1%
PSI 20		9.253	9.062	2,1%	12,0%	19,6%
MSCI emergentes		1.672	1.621	3,2%	19,0%	31,9%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,138	1,144	-0,5%	-3,1%	-3,2%
EUR/GBP	libras por euro	0,855	0,850	0,5%	-2,0%	-1,8%
USD/CNY	yuanes por dólar	6,777	6,776	0,0%	-3,0%	-5,3%
USD/MXN	pesos por dólar	17,521	17,527	0,0%	-2,7%	-5,5%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		136,3	131,4	3,7%	24,2%	30,7%
Brent a un mes	\$/barril	100,7	88,1	14,3%	65,5%	45,5%
Gas n. a un mes	€/MWh	61,9	57,4	7,8%	119,8%	91,3%

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

Datos previstos del 27 de julio al 2 de agosto de 2026

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato	
27		Alemania	Ifo sentimiento empresarial	Julio	86,0	85,6
28		España	EPA	2T	-	-
		España	Ventas minoristas (interanual)	Junio	-	1,3%
		EE. UU.	Confianza del consumidor	Julio	92,3	91,2
		EE. UU.	Case-shiller (interanual)	Mayo	-	1,14%
		Alemania	Avance del PIB (interanual)	2T	0,6%	0,4%
30		España	Avance del PIB (interanual)	2T	-	2,7%
		España	Avance del IPC (interanual)	Julio	-	3,2%
		Eurozona	Avance del PIB (interanual)	2T	0,5%	0,3%
		Eurozona	Índice de sentimiento económico	Julio	96,0	95,0
		Eurozona	Desempleo	Junio	6,2%	6,2%
		Alemania	Avance del IPC (interanual)	Julio	2,7%	2,3%
		Francia	Avance del PIB (interanual)	2T	-	0,9%
		Italia	Avance del PIB (interanual)	1T	-	0,8%
		EE. UU.	Avance del PIB (interanual)	2T	2,3%	2,1%
		EE. UU.	Comunicado del FOMC	2T	-	-
		México	PIB (interanual)	2T	0,9%	0,2%
31		España	Crédito de nueva concesión	Julio	-	-
		Eurozona	Avance del IPC (interanual)	Julio	2,8%	2,8%
		Francia	Avance del IPC (interanual)	Julio	-	1,8%
		Italia	Avance del IPC (interanual)	Julio	-	3,0%
		China	PMI manufacturas	Julio	50,0	50,3

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

... * El próximo Pulso Económico se publicará el viernes 28 de agosto. Hasta entonces, os deseamos un feliz verano. ...

PULSO ECONÓMICO es una publicación de CaixaBank Research, que contiene informaciones y opiniones que proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank Research y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.