

**El Cercle d'Economia, juntamente con CaixaBank Research, os ofrece cada mes un breve análisis de la situación económica global.**

---

## **Las claves económicas del mes de Octubre de 2025**

### **Dinamismo y fragilidad**

**Oriol Aspachs, Director de Economía Española en CaixaBank Research**

---

**Dinamismo económico global.** Los indicadores de actividad global muestran una sorprendente **resiliencia**. En septiembre, el índice PMI de actividad empresarial se situó en 52,4 puntos (50 marca el umbral de crecimientos positivos), y en el conjunto del 3T ha alcanzado máximos del año. Este buen resultado se explica tanto por la mejora de los índices de servicios como de manufacturas. Ello ha ido acompañado por una mejora de los indicadores de referencia de las principales economías. En este contexto, la OCDE y el FMI han revisado al alza las previsiones de crecimiento global para 2025, en 0,3 p.p. y 0,2 p.p. respectivamente. Ambas instituciones lo sitúan en el 3,2%, un ritmo de avance muy similar al promedio entre 2000 y 2024, del 3,5%.

**EE.UU. mantiene un notable dinamismo** y, de momento, parece que el impacto de la subida de aranceles es limitado. El crecimiento del 2T fue revisado al alza hasta el 0,95% intertrimestral frente al 0,8% inicialmente estimado. Destaca el dinamismo de la inversión en capital fijo, con un avance del 1,1%, empujada por la inversión en las nuevas tecnologías y la IA. Concretamente, la inversión en equipos informáticos creció un 2,8% y la inversión en *software* un 6,1%. Sin el empuje de la inversión del sector tecnológico, la economía norteamericana se habría mantenido plana en el 1S 2025. Los últimos datos apuntan a que en el 3T el ritmo de crecimiento se mantiene en cotas similares. Los *trackers* de la Fed de Nueva York y de la Fed de Atlanta estiman un crecimiento entre el 0,6% y el 0,9% intertrimestral.

La inflación no baja en EE.UU., pero se mantiene bajo control. En agosto, la general subió 0,2 p. p., hasta el 2,9%, y la núcleo solo aumentó 0,1 p. p., hasta el 3,1%. A pesar de que son cifras que se emplazan por encima

de la referencia del 2%, los datos sugieren un impacto modesto de los aranceles hasta el momento, posiblemente porque las empresas están absorbiendo buena parte del aumento de costes. Sin embargo, los últimos datos de mercado de trabajo empiezan a dar señales de agotamiento. La revisión anual de la estadística arrojó casi 911.000 empleos menos en el periodo abril 2024-marzo 2025 de lo mostrado inicialmente y en agosto apenas se crearon 22.000 empleos, frente a una media algo por encima de los 100.000 empleos en los cuatro primeros meses del año. La tasa de paro sigue subiendo y se sitúa en el 4,3% frente al 3,5% de inicio de año.

**Europa avanza a ritmo europeo.** Los indicadores disponibles para el 3T mantienen una tónica similar a la de los últimos trimestres, esto es, con un ritmo de avance modesto, pero positivo. O positivo, pero modesto. Así, el índice de actividad empresarial PMI subió en septiembre 0,2 puntos, hasta un nivel de 51,2, máximo de 16 meses, pero apenas por encima del umbral de 50, que marca crecimientos positivos. La media del 3T se sitúa en 51,0, frente al 50,4 del 2T. En Alemania, la economía sigue mostrando síntomas de debilidad por la crisis de su sector industrial, mientras se espera que se ponga en marcha el plan de infraestructuras anunciado y que se clarifique el contexto comercial global. En Francia, la actividad económica se ve condicionada por su frágil situación política, lo que presiona la prima de riesgo al alza y debilita los indicadores de actividad. El PMI francés cedió más de 1 punto en setiembre, hasta los 48,1, y encadena 13 meses consecutivos por debajo del umbral de 50. En este contexto, en el conjunto de la eurozona la inflación se mantiene estable en torno al objetivo del BCE. En septiembre, la general se situó en el 2,2%, y el núcleo se mantuvo en el 2,3% por quinto mes consecutivo.

**China resiste y sus exportaciones se disparan.** Las ventas minoristas crecieron un 3,4% interanual en el 3T y la producción industrial un 5,2%. Pero sobre todo sobresale el dinamismo de las exportaciones, que crecieron un 8,3% interanual en septiembre, el mayor ritmo de avance desde marzo. Aunque las exportaciones a EE. UU. siguen cayendo con fuerza (-27,0% en septiembre, -33,1% en agosto y -16,9% en el acumulado del año), el impacto se compensa con aumentos significativos hacia otras regiones. En los primeros nueve meses del año, las exportaciones a Vietnam, uno de los principales socios comerciales de China a nivel regional y plataforma destacada de redireccionamiento de flujos comerciales, han crecido un 22,3% (vs. 17,6% en 2024). A los países ASEAN han crecido un 14,7% vs. 12,0% en 2024, a África un +28,3% vs. 3,6% en 2024, y a la UE un +8,2% vs. 3,1% en 2024. Por productos, en septiembre destacó la aceleración de las exportaciones de tierras raras, que se dispararon un 97,1% en el mes frente a un crecimiento del 36,4% el mes anterior. Las importaciones chinas también repuntaron (+7,5% interanual vs. 1,3% anterior), una subida explicada, en parte, por acumulación de inventarios, de *chips* y de materias primas (como el petróleo, el mineral de hierro o la soja).

**Fragilidad económica, política y social.** La guerra comercial no ha acabado, como muestra el nuevo repunte de las tensiones entre China y EE. UU. China ha ampliado sus controles sobre la exportación de tierras raras y de tecnología, fundamentales para la industria automotriz y de semiconductores. EE. UU. ha respondido anunciando un aumento de aranceles de 100 p. p. a partir del 1 de noviembre (lo que situaría el tipo efectivo medio en torno al 140%), además de nuevas restricciones al software crítico. Este nuevo episodio de la guerra comercial se produce en vísperas de la reunión bilateral entre los presidentes Trump y Xi en la cumbre del foro Asia-Pacífico, que comienza el 31 de octubre, y ante el fin de la prórroga de la tregua comercial el 10 de noviembre.

**El Gobierno federal de EE. UU. obligado a cerrar por la falta de acuerdo entre republicanos y demócratas para aprobar los presupuestos** (el principal punto de fricción son los recortes de gasto en sanidad). Esto implica que todos los servicios no esenciales se suspenden a la espera de un nuevo presupuesto. El impacto sobre el crecimiento dependerá del tiempo que dure el cierre, pero en ocasiones anteriores el impacto ha sido limitado a nivel macroeconómico, ya que gran parte de las pérdidas se recuperan una vez que el Gobierno reabre. El cierre parcial del Gobierno de cinco semanas que tuvo lugar entre 2018 y 2019, el más largo de la historia de EE. UU., tuvo un coste estimado por la Oficina del Presupuesto de 11.000 millones de dólares (un 0,05% del PIB), y posteriormente se recuperaron un 75% de las pérdidas.

**Situación fiscal delicada en las principales economías, y en especial en Francia.** El primer ministro Lecornu, que fue renombrado por Macron cuatro días después de haber dimitido, ha accedido a posponer hasta 2028 la entrada en vigor de la reforma de pensiones aprobada en 2023 para contar con el apoyo de los socialistas y evitar que prosperase una moción de censura. Esta concesión tendría un coste estimado cercano a los 3.000 millones de euros hasta 2027 (mayoritariamente concentrado en ese año), lo que obligará a llevar a cabo recortes en otras partidas para poder cumplir con los objetivos de déficit: el 4,7% del PIB en 2026 frente al 5,4% estimado para 2025 por el FMI en sus previsiones de otoño, y el 3,0% en 2029. Las negociaciones para sacar adelante los presupuestos pueden prolongarse unas semanas y no se puede descartar que, finalmente, el déficit fiscal objetivo para 2026 sea menos ambicioso: en torno al 5,0%, umbral en el que coinciden la mayoría de los partidos. En este contexto, han aumentado las dudas acerca de la capacidad de Francia para reconducir su elevado déficit fiscal y la prima de riesgo francesa se ha consolidado en cotas similares a la italiana. La situación fiscal de EE.UU., Reino Unido, Italia y Japón también es delicada, con niveles de déficit público y/o deuda pública elevados. Durante las últimas semanas, ha aumentado el diferencial de tipos de interés entre la deuda pública a largo plazo y la de corto plazo en todas estas economías, reflejando la creciente preocupación por la sostenibilidad de las cuentas públicas.

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

De cumplirse este pronóstico, **la economía española habrá crecido a un ritmo promedio del 3% desde que recuperó los niveles previos a la pandemia, en 2022.** En cambio, los pronósticos de los analistas no eran tan optimistas. Las previsiones realizadas a principios de cada año apuntaban a un crecimiento del 1,5% en promedio. El error de previsión fue especialmente importante en 2024. A principios de año se esperaba un crecimiento del 1,3% y acabó siendo del 3,5%. En enero de este año, el consenso de analistas esperaba un crecimiento del 2,3% y todo apunta a que la sorpresa, o el error de previsión, volverá a ser remarcable. Ello contrasta con el comportamiento del conjunto de la eurozona y del resto de las principales economías europeas. En general, se han comportado bastante en línea con lo esperado. El error de previsión a un año vista ha sido de 0,3 p. p. en promedio, un registro parecido al error que cometimos los analistas los años previos a la pandemia.

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

**Otro factor que ha sorprendido en los últimos años ha sido el aumento de la productividad.** El crecimiento del PIB por hora trabajada ha sido del 1,0% anual desde que se recuperó el nivel de actividad previo a la pandemia, el doble de lo que creció entre 2015 y 2019. No obstante, cabe remarcar que el crecimiento del PIB por ocupado ha sido más limitado. Gran parte del aumento del PIB por hora trabajada es resultado de la

reducción de las horas trabajadas por trabajador. Para que el crecimiento de la productividad sea sostenible a medio y largo plazo, es importante que también mejore la productividad por persona empleada.

**Finalmente, cabe destacar el dinamismo que también presenta la inversión.** Precisamente, este es uno de los epígrafes que han sufrido una mayor revisión al alza en la reciente actualización de la contabilidad nacional realizada por el INE. En la serie anterior, se estimaba que la inversión se encontraba un 6,8% por encima de los niveles previos a la pandemia, mientras que en la nueva serie se sitúa un 11,4% por encima. Además, presenta un ritmo de crecimiento dinámico, del 5,1% interanual en el 2T 2025. Entre la inversión, destaca el ritmo de crecimiento de la realizada en intangibles, con un aumento del 28,6% entre 2024 y 2021. La resiliencia de la inversión ante el incierto contexto internacional es remarcable. Seguramente, esta es una de las piezas clave para que la economía española pueda seguir creciendo de forma dinámica y equilibrada en los próximos años. Si la población sigue creciendo, la productividad laboral no afloja y el ciclo inversor se consolida, la economía española seguirá sorprendiendo positivamente.

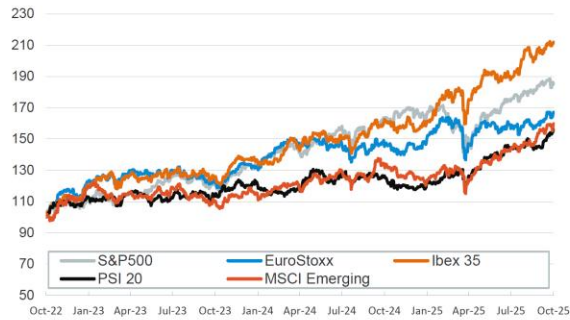
Oriol Aspachs  
Octubre de 2025

Con la colaboración de:



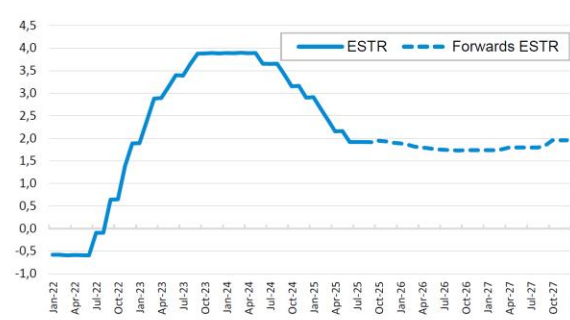
### Main stock markets

Index (100=Three years ago)



### ESTR: historical data and forwards

(%)



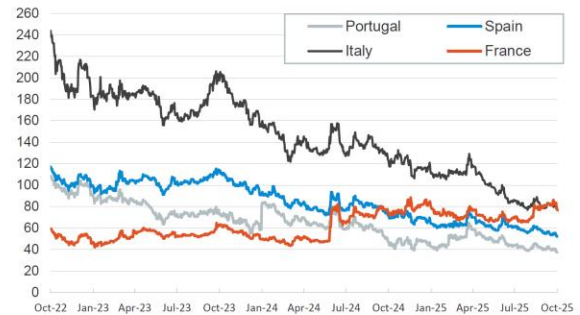
### Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



### Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



### Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



### Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



### Brent oil price

(US\$/barrel)



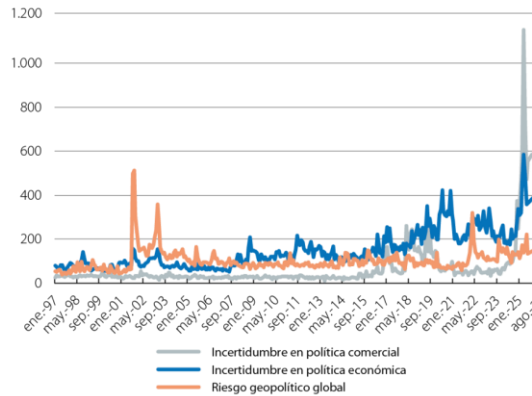
### Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



### Incertidumbre

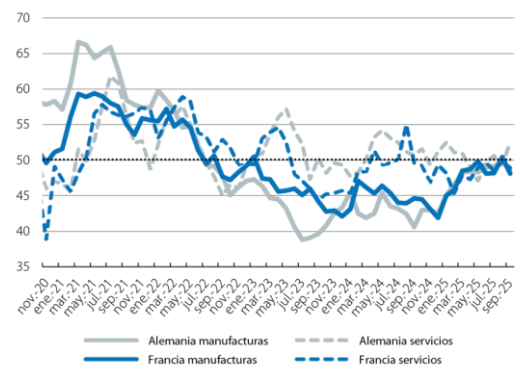
Índice



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

### Eurozona: PMI por componentes

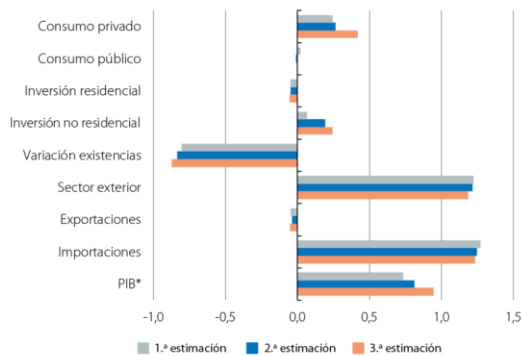
Índice (>50 expansión; <50 contracción)



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

### EE. UU.: componentes del PIB 2T 2025

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

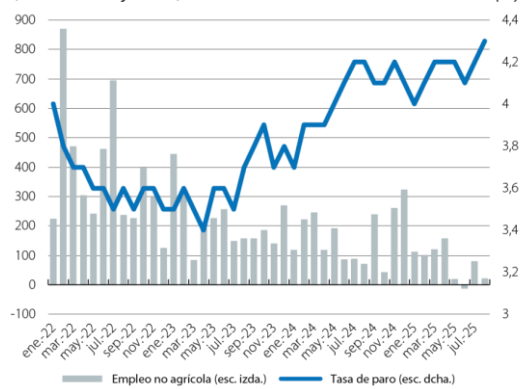


Nota: \* Variación intertrimestral sin anualizar (%).

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

### EE. UU.: mercado laboral

(Miles de trabajadores)



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

## FMI: previsiones de crecimiento del PIB

Variación anual (%)

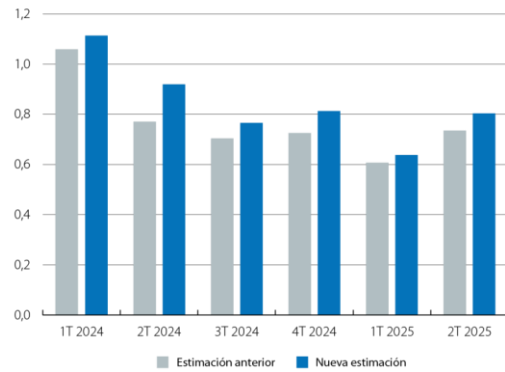
	2024	Proyecciones		Var. respecto a WEO julio (p. p.)	
		2025	2026	2025	2026
<b>Economía mundial</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
EE. UU.	2,8	2,0	2,1	0,1	0,1
Eurozona	0,9	1,2	1,1	0,2	-0,1
España	3,5	2,9	2,0	0,4	0,2
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
China	5,0	4,8	4,2	0,0	0,0

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, octubre de 2025).



### España: PIB

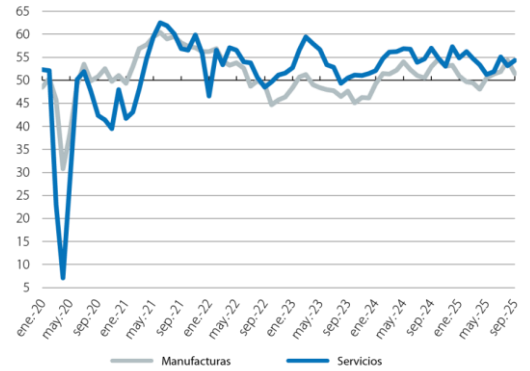
Variación intertrimestral (%)



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

### España: PMI

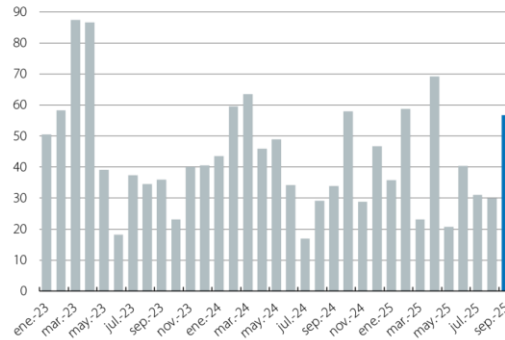
Índice (>50 expansión; <50 contracción)



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

### España: afiliados a la Seguridad Social

Variación intermensual (miles)

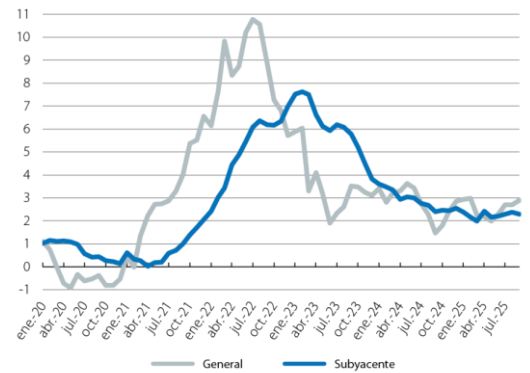


Nota: Serie desestacionalizada.

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

### España: evolución del IPC

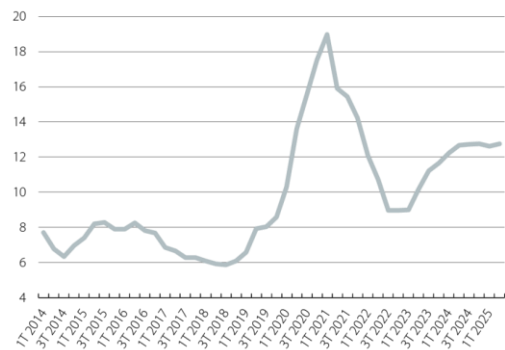
Variación interanual (%)



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

### España: tasa de ahorro de los hogares

(% sobre la renta bruta disponible)

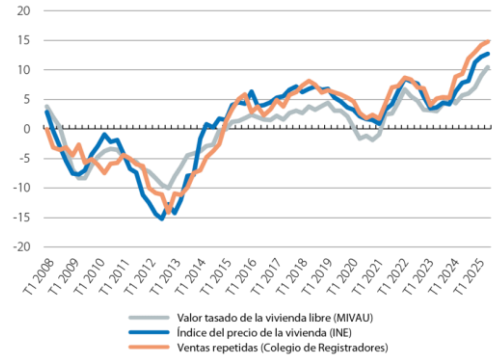


Nota: Datos acumulados de cuatro trimestres.

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

### España: precio de la vivienda

Variación interanual (%)



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