

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 Noviembre de 2025

La deuda pública en el punto de mira

Oriol Aspachs, Director de Economía Española en CaixaBank Research

La economía global aguanta el tipo. Tregua temporal entre EE. UU. y China. La reunión entre Donald Trump y Xi Jinping concluyó con un acuerdo que incluye, por el lado de China, el retraso durante un año de los controles a la exportación de tierras raras, la reanudación de las compras de soja estadounidense, y una mayor cooperación en la lucha contra el tráfico de fentanilo. A cambio, EE. UU. reduce el arancel a las importaciones chinas en 10 p. p, y lo deja en el 30%. También se abrió la posibilidad de flexibilizar las restricciones estadounidenses a la exportación de chips avanzados y se han suspendido las restricciones adicionales a la operación de empresas chinas incluidas en la lista de entidades sancionadas. Por otro lado, EE. UU. ha alcanzado acuerdos comerciales con varios países ASEAN y ha anunciado nuevos acuerdos con Malasia, Tailandia y Japón para reforzar la cooperación en tierras raras.

Sin estadísticas oficiales sobre la economía de EE. UU. El cierre del Gobierno federal desde el 1 de octubre, el más largo de la historia, ha dejado en suspenso la publicación de estadísticas oficiales, incluyendo los datos de PIB del 3T. Los indicadores disponibles de fuentes privadas siguen ofreciendo señales mixtas. Por un lado, el índice PMI compuesto aumentó a 54,8 puntos, impulsado por los servicios (55,2 vs. 54,2 anterior) y una leve mejora en las manufacturas (52,2 vs. 52,0 anterior). No obstante, el ritmo de creación de empleo sigue moderándose, mientras que la inflación permanece estable.

Europa avanza lentamente, sin sorpresas. En el 3T, el PIB de la eurozona creció un 0,2% intertrimestral (vs. 0,1% en el 2T). Alemania e Italia siguen registrando un crecimiento débil, y sus economías se estancaron, tras las caídas registradas en el 2T (-0,2% y -0,1%, respectivamente). La economía francesa anotó un avance del 0,5%, impulsado por un aumento en las exportaciones de material aeronáutico. Los indicadores disponibles del 4T presentan una leve mejora.

La Fed y el BCE siguen el guion previsto. La Reserva Federal recortó los tipos en 25 p. b., situando el tipo de referencia en el rango 3,75%-4,00%. Sin embargo, en la rueda de prensa Powell mantuvo un tono cauto y advirtió que no deben darse por sentadas nuevas bajadas, especialmente dada la falta de información por el

cierre de la Administración americana. Los inversores siguen apostando por un nuevo recorte de tipos en diciembre, aunque moderaron su probabilidad hasta el 70%, y mantienen la expectativa de dos bajadas más en 2026. Por su parte, el BCE mantuvo los tipos en el 2,00% y reiteró su estrategia de tomar las decisiones «reunión a reunión» y según «la evolución de los datos», rechazando dar pistas sobre la evolución futura de los tipos de interés. Si bien el BCE destacó una mejora en el balance de riesgos que rodea la economía de la eurozona, los mercados mantuvieron sus expectativas sin grandes cambios, cotizando una probabilidad cercana al 95% de que el tipo de referencia siga en el 2,00% en diciembre, pero con cierto sesgo bajista para 2026 (probabilidad del 45% de que el BCE recorte el tipo de referencia al 1,75% en el primer semestre del año).

La deuda pública de varios países desarrollados en el punto de mira. La deuda pública de varias economías avanzadas ha alcanzado un nivel elevado, no hay señales de que se corregirá los próximos años, y podría seguir aumentando de forma preocupante. Destacan EE. UU., Francia, el Reino Unido, Bélgica y Japón. Las perspectivas de crecimiento del PIB nominal, del saldo público y de los tipos de interés apuntan a que las ratios de deuda pública seguirán deteriorándose de manera relevante en EE. UU., Francia y Bélgica. En los tres casos, el aumento previsto de la deuda refleja la perspectiva de unos déficits públicos primarios (es decir, se excluye el pago de intereses) sostenidamente elevados. Además, en EE. UU. también sopla en contra un diferencial entre tipos de interés y crecimiento económico menos favorable.

Revertir estas tendencias no será fácil sin un esfuerzo fiscal sustancial. Bajo las previsiones actuales de PIB y tipos de interés, EE. UU., Francia y Bélgica deberían converger a un saldo fiscal primario equilibrado, como mínimo, para empezar a reducir sus ratios de deuda. Sin cambios en la senda de la política fiscal, la caída de los tipos de interés o el repunte de crecimiento del PIB nominal necesarios para estabilizar y comenzar a corregir la deuda deberían ser muy notables.

La senda que sigue la periferia de la eurozona y sus dinámicas de crecimiento y tipos de interés son, a priori, favorables para continuar reduciendo las ratios de deuda: Italia, España y Portugal podrían alcanzar en 10 años reducciones de casi 10 p. p., 15 p. p. y 20 p. p., respectivamente. Además, la periferia de la eurozona tiene cierto colchón para resistir un aumento de los tipos de interés o una desaceleración del PIB y, aun así, seguir reduciendo las ratios de deuda. Con todo, estos países no dejan de partir de niveles de deuda elevados, y corregirlos de manera más sustancial requiere también un esfuerzo fiscal relevante.

Una deuda elevada no es necesariamente negativa. La deuda es una tecnología que permite almacenar riqueza, luchar contra crisis e invertir en el futuro. Los países con mejor capacidad crediticia son los que más pueden endeudarse. Sin embargo, la capacidad crediticia puede erosionarse fácilmente si la economía no sabe recuperar espacio fiscal cuando la coyuntura es favorable. Ello es especialmente relevante tras unos años de fuerte crecimiento nominal del PIB y ante un horizonte de presiones estructurales sobre el gasto (envejecimiento poblacional, defensa y transición energética).

España 2026: dinamismo, solidez, confianza, ¿y equidad? La economía española sigue destacando por su dinamismo. Además, detrás del vigor que presentan los principales indicadores, hay varios factores que señalan la consolidación de un ciclo expansivo sólido, lo que también ayuda a entender la confianza que muestran tanto hogares como empresas e inversores. En el 3T 2025, el PIB creció un 0,6% en términos intertrimestrales y un 2,8% en términos interanuales. Son cifras acordes con el escenario de previsiones de CaixaBank Research, que contempla un crecimiento del 2,9% para el conjunto de este año. No

hubo sorpresas. Sin embargo, son cifras que sobresalen cuando las comparamos con los datos de las principales economías desarrolladas, y especialmente con las europeas. El conjunto de la eurozona apenas creció un 0,2% intertrimestral, lastrada por el estancamiento de Alemania e Italia. Ello ensancha aún más la brecha abierta entre la economía española y la europea en la recuperación pospandemia. Desde 2019, la economía española acumula un crecimiento del 10,0%, frente al 6,4% que registra la eurozona.

La solidez del crecimiento se constata al observar la transversalidad que presenta a nivel sectorial, y por el recorrido que tienen la inversión y el consumo de los hogares. Según el indicador sectorial de CaixaBank Research, el 73% de los sectores presenta un ritmo de avance superior a su promedio histórico, una cifra que contrasta con el 41% de 2023, o el 36% de 2024. Además, el dinamismo está siendo impulsado por dos motores que tienen recorrido a medio plazo. Por un lado, la inversión. En el 3T, la formación bruta de capital fijo creció un 1,7% intertrimestral y un 7,6% interanual. Pero sobre todo destaca la aceleración del crecimiento de la llamada inversión en activos fijos inmateriales, con un crecimiento del 2,4% en el trimestre, y que ya se sitúa un 40% por encima de los registros de 2019. Bajo este epígrafe se encuentra la inversión del tejido productivo en nuevos equipos de software informático o en bases de datos, y el gasto en proyectos de innovación tecnológica que generan patentes, elementos clave para consolidar la incipiente mejora de la productividad. La rebaja de los tipos de interés que ha llevado a cabo el BCE, la sana situación financiera del sector corporativo español, junto con la ejecución de los fondos NGEU, debería ayudar a que la inversión siga creciendo de forma vigorosa los próximos años.

El segundo motor que impulsa el crecimiento es el consumo de los hogares, que avanzó un 1,2% en el 3T, un 3,3% en términos interanuales. Respecto a 2019, el avance acumulado es del 6,4%. En este caso, gran parte del aumento está estrechamente relacionado con el crecimiento de la población. A más personas, más consumo. Sin embargo, al consumo por persona le costó arrancar tras la pandemia, en términos reales, y no recuperó los niveles de 2019 hasta el último trimestre de 2024. En el 3T 2025 se situaba un 1,7% por encima. En parte, le ha costado recuperarse porque el conjunto de los hogares ha mantenido una tasa de ahorro relativamente elevada en los últimos años, seguramente en respuesta al aumento de la incertidumbre y de los tipos de interés. La evolución de la renta de los hogares tampoco ha ayudado. La renta bruta disponible por habitante se encuentra un 5,3% por encima de los niveles previos a la pandemia. Pero su crecimiento se apoya en el aumento de las prestaciones sociales, que se encuentran un 9,3% por encima de los niveles previos a la pandemia, y en el de las rentas netas de la propiedad, que han aumentado un 13,5%. En cambio, la evolución de los salarios ha sido más débil, y en términos reales todavía se encuentran alrededor de un 5% por debajo, y su recuperación está siendo tímida. **Las diferencias en la evolución de las distintas fuentes de ingresos explican la sensación de que la recuperación no está llegando a todos los bolsillos.** A medida que los salarios vayan recuperando el poder adquisitivo, y que la tasa de ahorro se normalice, el recorrido que tiene el consumo para seguir creciendo es amplio. Además, el crecimiento de la población también es de esperar que siga ayudando a que el consumo a nivel agregado siga aumentando.

Finalmente, destaca la confianza que está recibiendo la economía española. En un contexto de elevada incertidumbre a nivel internacional, por las tensiones geopolíticas, la escalada de los aranceles por parte de EE. UU, o las dudas sobre la capacidad de varias economías desarrolladas de ajustar sus cuentas públicas, el dinamismo del consumo de los hogares y de la inversión es aún más remarcable y refleja la confianza de hogares y empresas en que el impacto de todos estos factores será limitado para la economía española. En un contexto así, no hubiera sorprendido cierta desaceleración de estas partidas. También es destacable la confianza que están manteniendo los inversores internacionales. La prima de riesgo de la deuda española,

aupada por las recientes mejoras de su rating, no solo no ha aumentado, sino que se encuentra cerca de los 50 p. b., el nivel más bajo desde antes de la crisis financiera, en 2009, y ensancha la diferencia respecto a la prima de riesgo que presentan la deuda francesa o italiana.

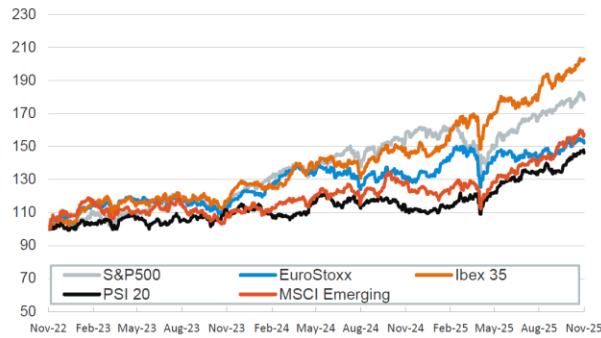
Oriol Aspachs
Noviembre de 2025

Con la colaboración de:



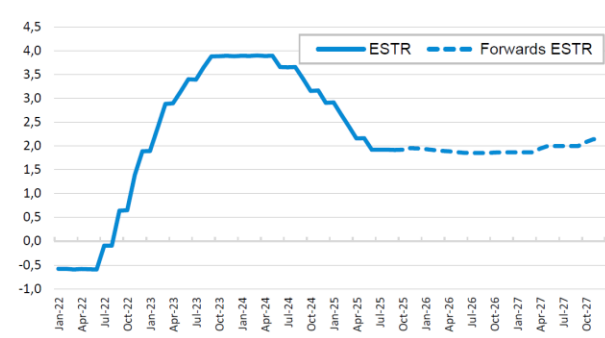
Main stock markets

Index (100=Three years ago)



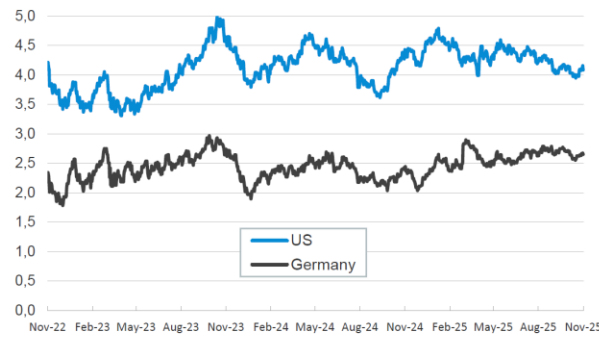
€STR: historical data and forwards

(%)



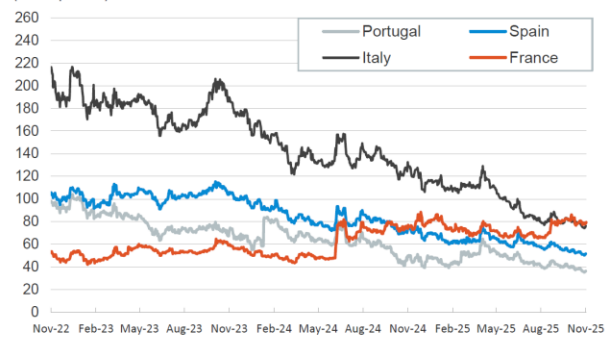
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



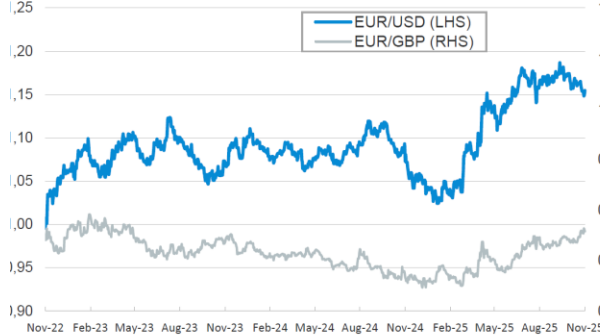
Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal

(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)



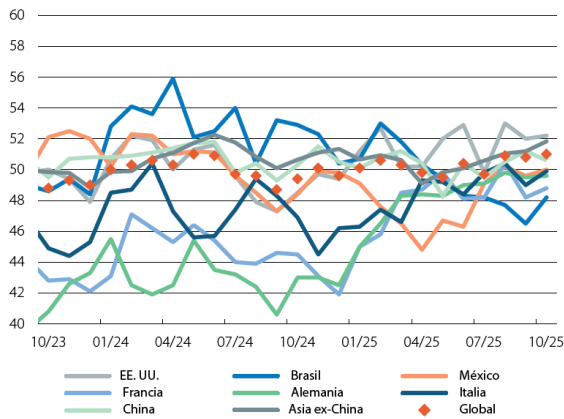
Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



Global: PMI de manufacturas

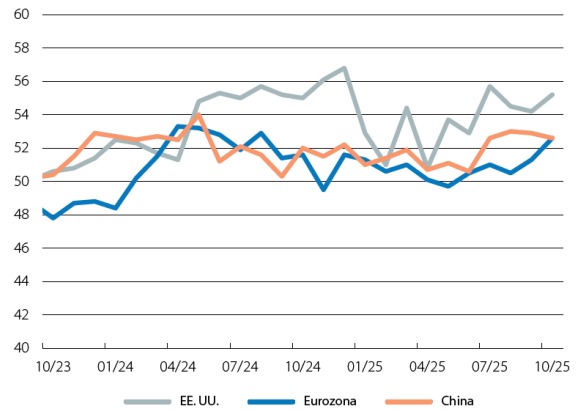
Índice



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

Global: PMI de servicios

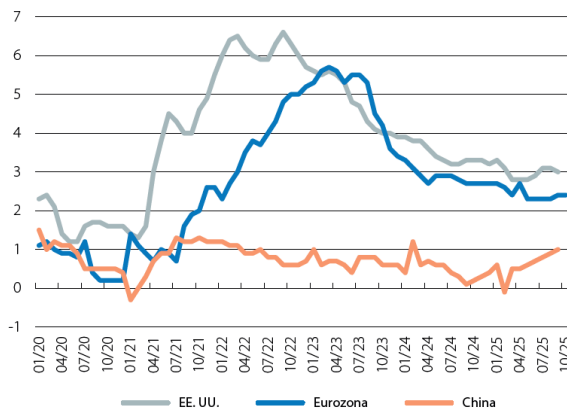
Índice



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

Global: inflación núcleo

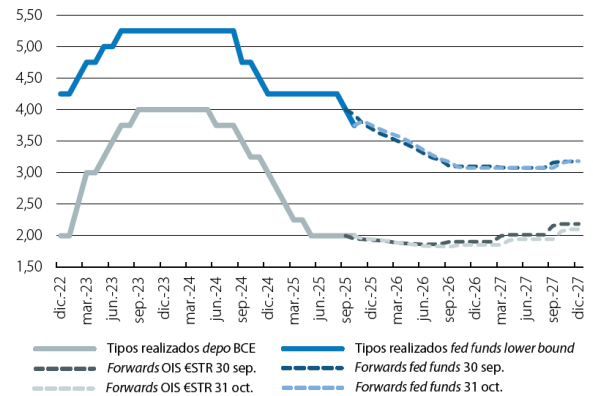
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics, de Eurostat y de la Oficina Nacional de Estadísticas de China.

Expectativas del mercado sobre los tipos de intervención

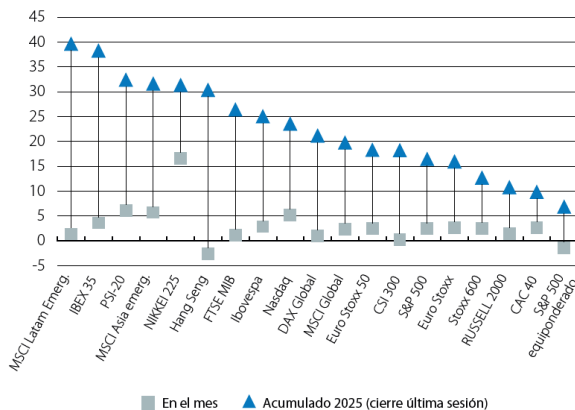
(%)



Nota: Implícitos de los futuros sobre el EFFR y tipos OIS del ESTR.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Desempeño de los índices bursátiles en el año y el mes

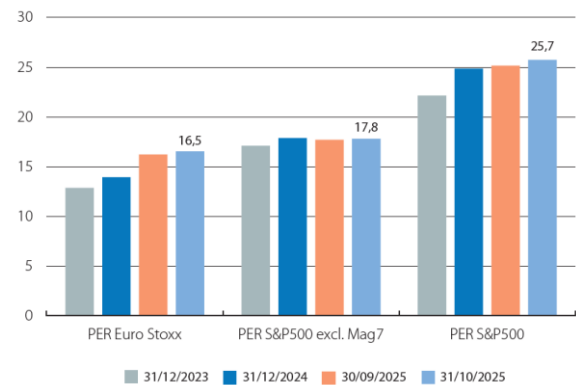
Variación (%)



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

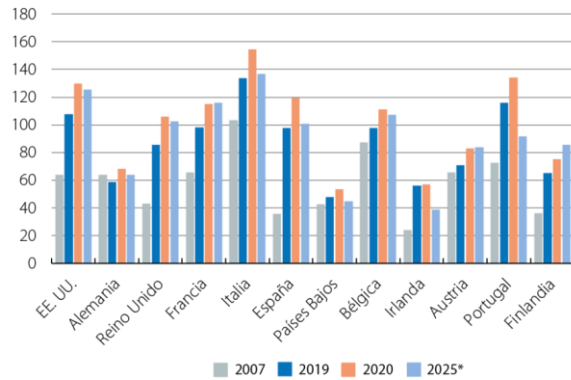
Eurozona y EE. UU.: ratio PER * de los principales índices

Ratio



Nota: * Precio acción/beneficio esperado en los próximos 12 meses.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Deuda pública bruta (% del PIB)



Nota: * 2025 previsión según el informe de primavera 2025 de la Comisión Europea.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

Tipo de interés medio de la deuda: promedio 2026-2030 (%)

País	Implícito en los forwards de mercado*	Estabiliza la deuda en niveles 2025**
EE. UU.	4,1	0,6
Alemania	2,0	-1,1
Japón	0,8	1,8
Reino Unido	3,4	3,7
Francia	2,5	0,1
Italia	3,1	3,9
España	2,8	4,5
Países Bajos	2,0	-0,2
Bélgica	2,6	-0,5
Irlanda	1,8	7,2
Austria	2,4	1,0
Portugal	2,6	5,3
Finlandia	2,1	0,5
Grecia	2,4	5,3

Notas: * La proyección del coste medio asume que cada año se refinancia una parte de la deuda (determinada por el vencimiento medio) al tipo de interés implícito en los mercados a 30 de septiembre de 2025. ** Asumiendo que el tipo de interés se mantiene en todo el horizonte.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg (forwards a 30 de septiembre de 2025), del FMI (WEO octubre de 2025), del BCE, de la Comisión Europea y de los tesoros de EE. UU., Japón y el Reino Unido.

Saldo público primario (% del PIB)

País	Previsión 2025 (FMI)	Estabiliza la deuda*	Devuelve la deuda a 2019 en 10 años	Reduce a la mitad la distancia de la deuda vs. 60% en 10 años**
EE. UU.	-3,8	0,6	2,4	3,6
Alemania	-1,6	-0,5	0,0	-0,3
Japón	-0,9	-3,5	-2,5	0,3
Reino Unido	-1,8	-0,1	1,6	2,9
Francia	-3,4	-0,3	1,5	2,5
Italia	0,5	0,9	1,1	4,6
España	-0,6	-1,0	-0,7	1,1
Países Bajos	-1,5	-0,5	-0,8	-1,3
Bélgica	-3,7	-0,2	0,7	2,1
Irlanda	1,4	-0,8	-2,7	-1,9
Austria	-3,0	-0,4	0,9	0,8
Portugal	2,0	-0,9	-3,4	0,7
Finlandia	-4,2	-0,9	1,2	0,4
Grecia	3,2	-1,5	-5,3	3,0

Notas: * En 2030, se ha estabilizado la deuda al nivel de 2025. ** A niveles de 2007 para EE. UU., Japón y el Reino Unido.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO octubre), de la Comisión Europea, Bloomberg, del BCE y de los tesoros de EE. UU., Japón y el Reino Unido.

Dinámicas de la deuda pública en las principales economías (% del PIB)

País	Deuda pública bruta			Saldo público primario	
	2025	Δ 2030*	Δ 2035*	Previsión 2030	Estabiliza deuda a partir de 2030**
EE. UU.	125	22	44	-3,4	1,0
Alemania	64	9	20	-2,4	-0,4
Japón	246	-12	-13	-2,5	-2,7
Reino Unido	103	-1	-4	0,7	0,0
Francia	116	14	28	-2,9	-0,1
Italia	137	-5	-9	1,9	1,1
España	101	-8	-14	0,6	-0,6
Países Bajos	45	5	11	-1,6	-0,4
Bélgica	107	16	33	-3,6	-0,2
Irlanda	39	-10	-19	1,3	-0,6
Austria	84	6	13	-1,6	-0,1
Portugal	92	-12	-18	0,7	-0,6
Finlandia	86	7	13	-2,0	-0,9
Grecia	147	-20	-34	2,0	-0,8

Notas: * Variaciones de la deuda pública a 2030 y 2035 proyectadas según previsiones del PIB nominal y el saldo público primario (excl. intereses) del FMI (se asume que en 2031-2035 se mantiene el desempeño de 2030) y el tipo de interés medio de la deuda según forwards de mercado (30 de septiembre de 2025). ** Se asume que el PIB nominal crece igual que en 2030.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea, del FMI (WEO de octubre 2025), de Bloomberg, del BCE y de los tesoros de EE. UU., Japón y el Reino Unido.

PIB nominal

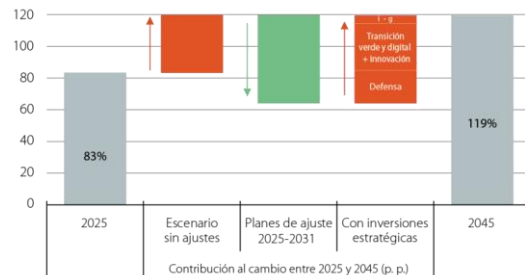
Variación anual (%)

País	Promedio 2026-2030 previsto (FMI)	Estabiliza la deuda*
EE. UU.	3,8	7,4
Alemania	3,2	4,6
Japón	2,6	1,1
Reino Unido	3,7	5,3
Francia	3,0	5,6
Italia	2,7	2,7
España	4,2	3,4
Países Bajos	3,5	5,6
Bélgica	2,9	6,3
Irlanda	3,9	-1,7
Austria	3,3	6,2
Portugal	3,9	0,3
Finlandia	3,4	7,4
Grecia	3,9	0,3

Notas: * En 2030, deuda estable en los niveles de 2025. Se asume un saldo público primario estable en los niveles de 2025 y que los pagos de intereses evolucionan según proyecciones basadas en forwards de mercado.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de FMI (WEO octubre), Comisión Europea, Bloomberg, BCE y tesoros de EE. UU., Japón y el Reino Unido.

Deuda pública total de países de la UE* (% del PIB)

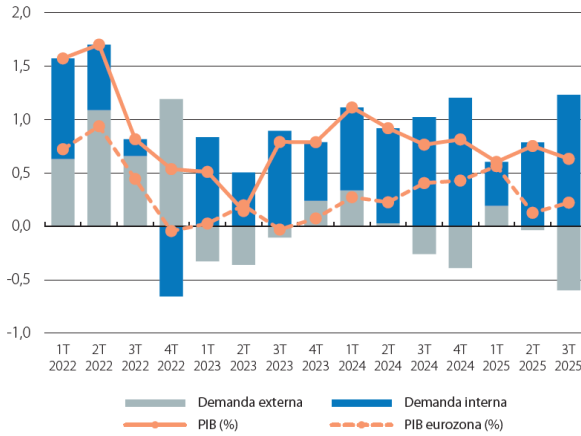


Notas: * Cambio entre 2025 y 2045. Previsión de 2025 publicada en el informe de primavera de la Comisión Europea. 'p' indica el efecto del cambio en el diferencial entre el tipo de interés (i) y el crecimiento nominal del PIB (g), asumiendo que cada aumento de 1 punto en el ratio de deuda pública incrementa el coste de nueva financiación en 4 p. p., y un multiplicador fiscal de 0,75 para cambios en el saldo estructural primario. Las inversiones estratégicas consideran que el actual gap se cierra de forma progresiva hasta 2035.

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

España: PIB

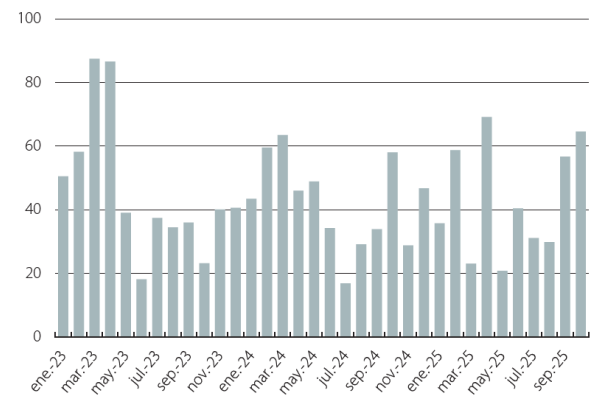
Variación intertrimestral (%) y contribuciones (p. p.)



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

España: afiliados a la Seguridad Social*

Variación intermensual (miles de personas)

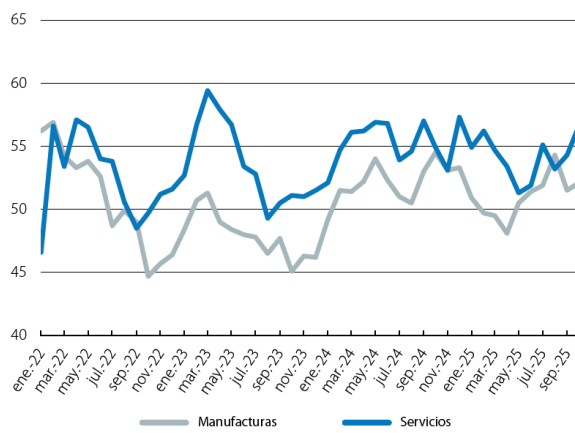


Nota: * Serie corregida de estacionalidad.

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

España: PMI

Nivel



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

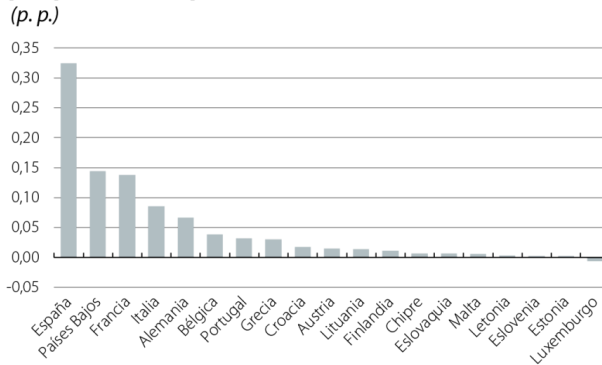
España: compraventas de vivienda

Unidades



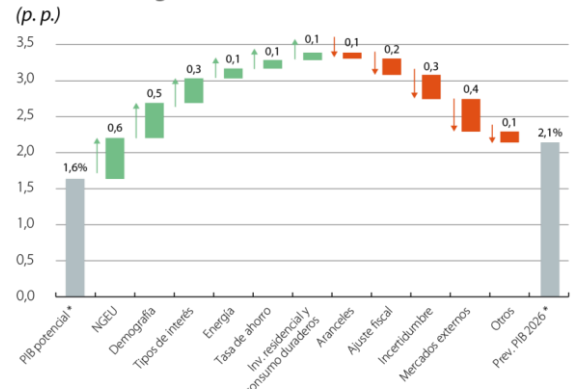
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Eurozona: contribución al crecimiento del PIB por países en el primer semestre de 2025 (p. p.)



Nota: * Excluimos Irlanda dado el comportamiento anómalo en el 1T 2025, cuando la economía creció un 7,5% intertrimestral impulsada por los resultados de las multinacionales ubicadas en el país.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

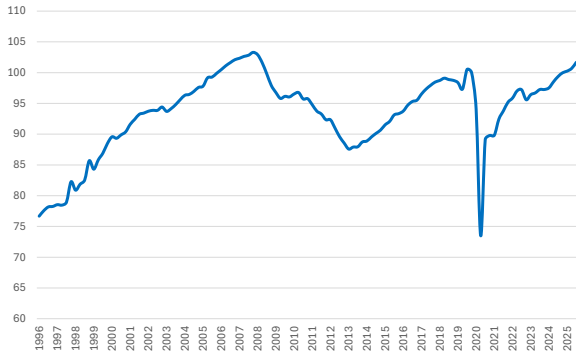
PIB 2026: desglose del crecimiento (p. p.)



Notas: Variación anual (%). * PIB potencial corregido por el impacto del fuerte crecimiento demográfico y los fondos NG&U.

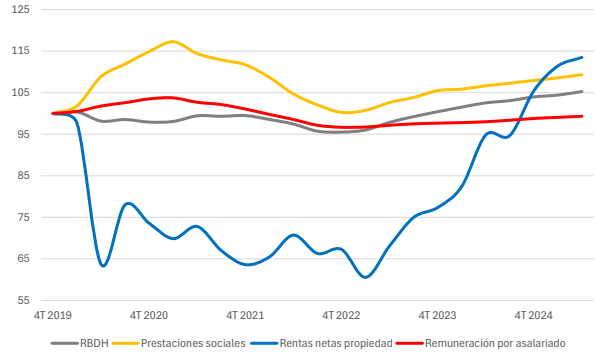
Fuente: CaixaBank Research.

Consumo real per capita
Índice (2019 T4 =100)



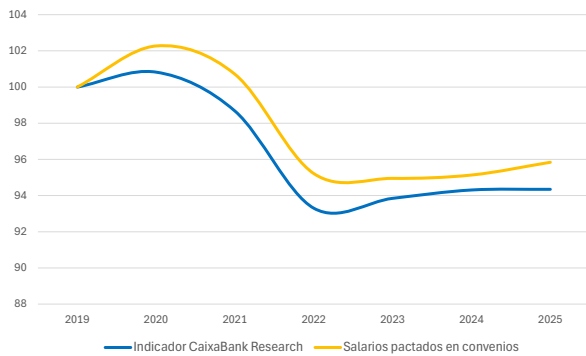
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Renta bruta disponible de los hogares
Índice (2019 T4 =100)



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

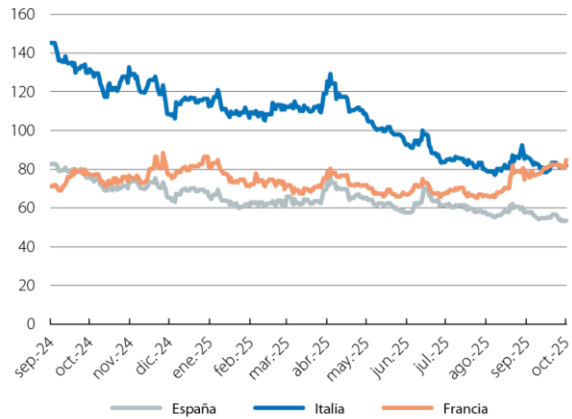
Evolución de los salarios en términos reales
Índice (2019 =100)



Fuente: CaixaBank Research

Eurozona: primas de riesgo

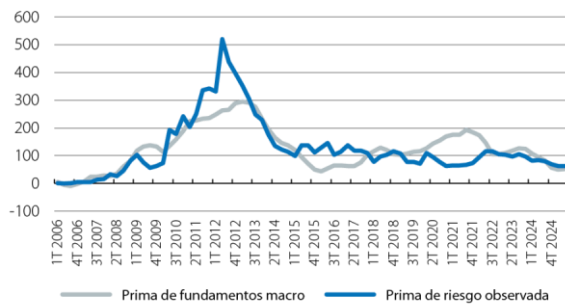
(p. b.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de LSEG Workspace.

Prima de riesgo soberana para la deuda española a 10 años*

(p. b.)

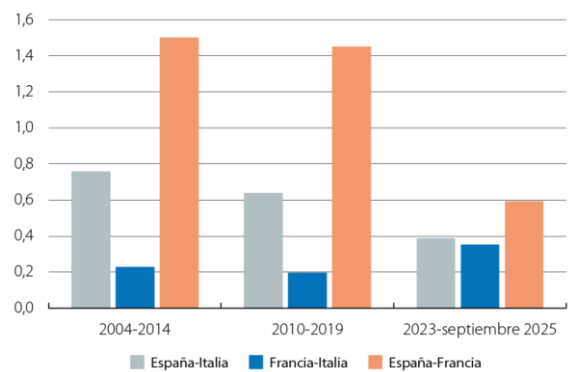


Nota: * Prima de riesgo predicha por los fundamentos macroeconómicos (política monetaria del BCE, deuda pública, datos de crecimiento e inflación y tipos soberanos de EE. UU.) y estimada según las relaciones históricas hasta mediados de 2025.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de LSEG Workspace, de Eurostat y del Consensus Economics.

Sensibilidad a cambios en la prima de riesgo

(p. b.)



Notas: Coeficientes beta de regresiones lineales con datos mensuales. En todos los casos los coeficientes son estadísticamente significativos al 5%.

Fuente: CaixaBank Research.