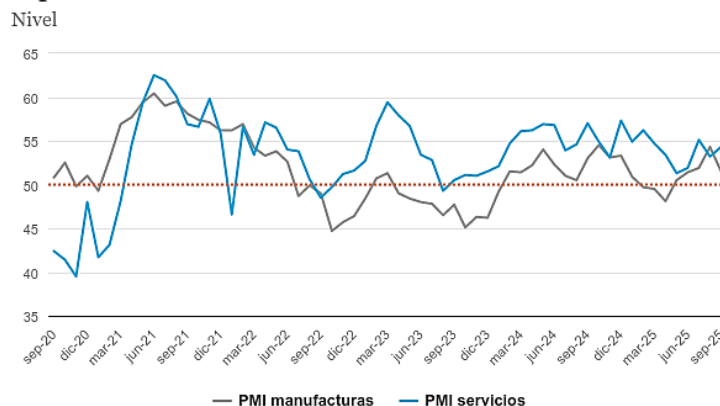


Economía española

Los indicadores de actividad mantienen un buen tono en España. En septiembre, el PMI del sector servicios aumentó 1,1 puntos hasta los 54,3, una cota elevada que apunta a un ritmo sustancial de crecimiento en el sector. En contraposición, el PMI del sector manufacturero moderó su registro hasta los 51,5 puntos, frente a los 54,3 del mes anterior, aunque se mantiene por encima del umbral de 50 puntos, que marca crecimiento en el sector. Por su parte, en agosto, el índice de comercio al por menor creció un notable 0,4% intermensual (4,5% interanual), de modo que en el promedio de julio y agosto el indicador creció un 0,6% frente al promedio del 2T.

España: indicadores de actividad

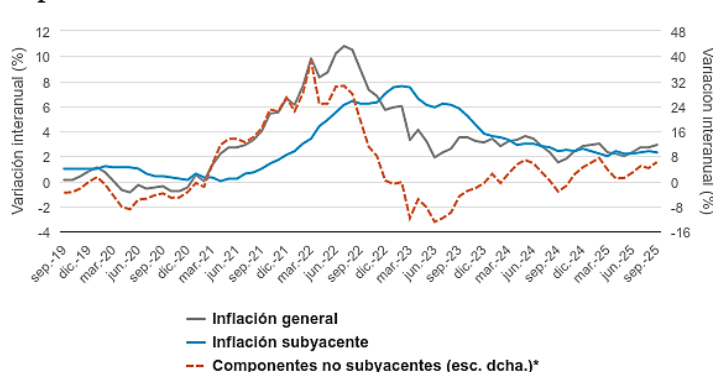


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

El crecimiento de las llegadas turísticas internacionales a España y del gasto turístico internacional mostraron un crecimiento robusto en agosto. Las llegadas turísticas internacionales avanzaron un 2,9% interanual, mientras que la misma métrica de gasto aumentó un 6,7%. En los primeros ocho meses de 2025, las llegadas y el gasto turístico avanzaron un 3,9% y un 7,1%, respectivamente, sustancialmente por debajo de los aumentos de un 11,1% y un 17,8% interanuales registrados en las mismas fechas de 2024. Estos datos son consistentes con nuestra previsión de que el crecimiento del PIB turístico se ralentice de un +6,0% en 2024 a un +2,7% en 2025.

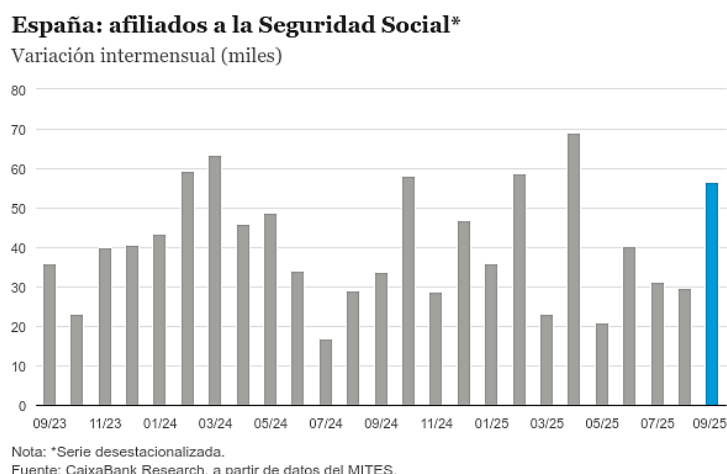
La inflación repunta en septiembre en España, pero las presiones de fondo siguen contenidas. La inflación general repunta 2 décimas en septiembre hasta el 2,9% interanual, según el indicador adelantado del IPC publicado por el INE. La subida del indicador general se debe a la presión al alza ejercida por los carburantes y la electricidad, debido a que los precios de la energía cayeron con fuerza en septiembre del año pasado, lo que hace que la comparación interanual muestre un aumento más pronunciado (efecto base). Por otro lado, el indicador de inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados), cae 1 décima hasta el 2,3% interanual. Tanto el dato de inflación general como el de subyacente se encuentran en el rango esperado por CaixaBank Research (véase la [Nota Breve](#)).

España: evolución del IPC



Notas: *Agregado de alimentos no elaborados y productos energéticos. Se calcula descontando el componente subyacente del IPC.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Buen comportamiento del mercado laboral español en septiembre. La afiliación a la Seguridad Social aumentó en 31.426 trabajadores en septiembre (0,15% intermensual), un avance superior al del mismo mes del año pasado (8.800 y 0,04%) y al promedio de 2014-2019 (0,08%). En términos interanuales, la tasa aceleró 1 décima hasta el 2,4%. Corrigiendo de estacionalidad, la afiliación anotó una subida de 56.700 trabajadores, de modo que la afiliación creció un 0,5% intertrimestral en el 3T, frente al 0,6% del 2T. Por su parte, por primera vez desde 2007, excluido el periodo de pandemia, el paro registrado disminuye en septiembre en 4.846 personas; respecto a hace un año, los parados cayeron en 153.620 y el ritmo de caída interanual se intensificó hasta el -6% desde el -5,7% del mes anterior (véase la [Nota Breve](#)).



Continúa el dinamismo en el mercado residencial español. Las transacciones de vivienda moderaron su ritmo de crecimiento interanual en el 2T 2025, según las estadísticas del MIVAU, y registraron un incremento del 3,1% frente al 15% anterior. Esta moderación parece responder más a un efecto base (las transacciones repuntaron con fuerza en el 2T 2024, tras el giro de la política monetaria) que a una señal de enfriamiento, en un mercado que ha cerrado unas 745.000 operaciones en los últimos 12 meses (máximo desde 2008). El comportamiento de las transacciones en el 2T ha sido muy similar por tipos de vivienda, pero sí se observan diferencias significativas entre regiones: los mayores aumentos de actividad se observan en Castilla y León, Cataluña y Murcia, con crecimientos que oscilan entre el 8,8% y el 11,4%; por el contrario, se registraron caídas en Canarias, Baleares y Madrid.

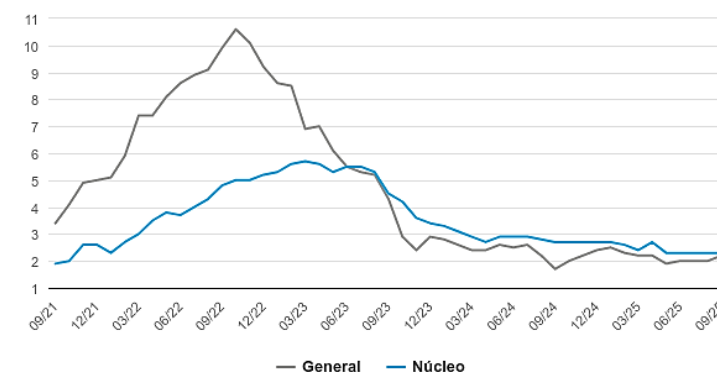
El dinámico comportamiento de la renta bruta disponible de los hogares en España en el 2T continúa impulsando el ahorro. El crecimiento de la renta bruta disponible en el 2T (6,0% interanual, dato sin ajustar) fue ligeramente superior al del gasto de las familias (5,9%), lo que llevó a un leve repunte de la tasa de ahorro (acumulada de cuatro trimestres) hasta el 12,8% de la renta disponible, por encima del 12,6% del 1T (este dato del 1T es inferior al 13,2% del 1T que había antes de la revisión de la serie histórica 2022-2024 publicada esta semana) y claramente superior al promedio 2000-2019 (del 8,6%).

Economía internacional

Crecimientos modestos en la eurozona con presiones inflacionistas controladas. El índice de sentimiento económico de la Comisión Europea subió en septiembre apenas 0,2 puntos, hasta 95,5 (100 es el umbral que indica crecimientos cercanos a su media), situando la media del 3T en 95,5, frente a 94,4 del 2T, lo que apunta a la posibilidad de que el ritmo de crecimiento en el 3T pueda ser algo superior al 0,1% intertrimestral del trimestre anterior. Por otro lado, el informe muestra que las expectativas de inflación de los agentes se mantienen bastante contenidas: pese a unos aranceles más elevados, en septiembre los empresarios del sector manufacturero, minorista y servicios siguen sin mostrar intención de elevar sustancialmente sus precios de venta y los consumidores también confían en que los precios se mantengan relativamente estables. Por tanto, es poco probable que asistamos a un repunte significativo de la inflación, que sigue prácticamente estable en torno al objetivo del BCE: en septiembre, la general aumentó 0,2 p. p., hasta el 2,2% interanual, con una núcleo que, por quinto mes consecutivo, repite en el 2,3% (véase la [Nota Breve](#)).

Eurozona: IPCA

Variación interanual (%)



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

Con el Gobierno de EE. UU. cerrado, los datos disponibles muestran un mercado laboral más débil. El 1 de octubre EE. UU. inició un cierre gubernamental, por primera vez en siete años, tras no alcanzarse un acuerdo presupuestario en el Congreso. En este tipo de situaciones, las agencias que dependen de asignaciones anuales deben suspender sus operaciones no esenciales y enviar a sus empleados a casa sin sueldo. Los servicios considerados críticos –como la seguridad en aeropuertos o el control aéreo– continúan funcionando, pero sus trabajadores lo hacen sin cobrar. En cambio, programas de gasto obligatorio como la Seguridad Social y Medicare siguen operando y el Tesoro mantiene el pago de la deuda. Aunque el impacto directo sobre el PIB será limitado si la parálisis es breve, la mayor consecuencia para los mercados y la Reserva Federal es el retraso en la publicación de datos clave, como el informe de empleo y la inflación, justo antes de la reunión del FOMC a finales de mes. Mientras tanto, las cifras ya disponibles acentúan el enfriamiento del mercado laboral. El informe JOLTS mostró en agosto un mercado laboral estancado: 7,23 millones de vacantes (prácticamente igual que los 7,21 millones del mes anterior), con descensos en construcción y en el Gobierno federal, que dejan la ratio de vacantes por desempleado en 0,98. El informe ADP, publicado esta semana, fue aún más débil: los empleos privados cayeron en 32.000 en septiembre, la peor lectura del año, con retrocesos en casi todos los sectores salvo educación y salud. En manufacturas, el ISM de septiembre repuntó levemente a 49,1, con producción en expansión y precios pagados en mínimos de ocho meses, aunque los nuevos pedidos de exportaciones siguen cayendo. En conjunto, los datos refuerzan la expectativa de que la Fed siga bajando los tipos de interés a niveles neutrales.

Asia muestra señales de recuperación en el 3T. En septiembre, el PMI manufacturero oficial de China subió a 49,8 puntos (vs. 49,4 en agosto), mientras que el índice de RatingDog (anterior Caixin) alcanzó los 51,2 puntos (vs. 50,5 anterior), un avance que se debió en parte al aumento de nuevos pedidos de exportación, que alcanzaron su punto más alto desde abril. Sin embargo, la encuesta apunta a problemas persistentes de sobrecapacidad y presiones deflacionarias. En contraste, el sector servicios mostró debilidad, el PMI oficial cayó a 50,1 (vs. 50,5 anterior) y el de RatingDog a 52,9 puntos (vs. 53,0 anterior). La construcción apenas se recuperó (49,3 vs. 49,1 anterior, un mínimo histórico), afectada por condiciones meteorológicas adversas y el declive prolongado del sector inmobiliario. A pesar de todo, el promedio de los PMI compuestos (oficial y RatingDog) subió 4 décimas (de 51,2 a 51,6 puntos), indicando una aceleración de la economía china a finales del 3T. En Japón, la encuesta Tankan mostró una mejora en la confianza entre las grandes empresas del sector manufacturero en el 3T (el índice subió de 13 a 14 puntos), con mejoras también registradas entre pequeños y medios fabricantes. Las condiciones empresariales en el sector no manufacturero se han mantenido estables, y la encuesta señala buenas perspectivas para la inversión empresarial y un mercado de trabajo todavía tensionado. En conjunto, unos datos mejores de lo esperado en el 3T podrían aumentar la probabilidad de una subida de tipos por parte del Banco de Japón en lo que resta de año.

Mercados financieros








Semana de avances en bolsa y sin el informe oficial de empleo de septiembre en EE. UU. por el cierre temporal del Gobierno. Los mercados financieros han mostrado un tono mixto en una semana marcada por la publicación de datos clave de empleo en EE. UU. e inflación en la eurozona, y por el inicio del *shutdown* en EE. UU. Las bolsas registraron

avances a ambos lados del Atlántico, con el Nasdaq, S&P 500 o Eurostoxx alcanzando máximos históricos, mientras que las rentabilidades soberanas cedieron tanto en EE. UU. como en la eurozona. En EE. UU., los datos del mercado laboral mostraron señales de debilidad (descenso en el empleo privado según ADP y menor contratación según JOLTS), aunque el informe oficial de empleo de septiembre fue suspendido por el cierre gubernamental. El euro se fortaleció ligeramente frente al dólar (+0,1% en la semana), que cerró en torno a 1,173. En la eurozona, los datos de inflación de septiembre mostraron un ligero repunte en la tasa general (2,2% interanual), mientras que la subyacente se mantuvo estable en el 2,3%. Los PMI finales confirmaron la debilidad en Francia y la resistencia de Alemania, con el agregado de la eurozona en zona de expansión. En el plano crediticio, Moody's (A3, perspectiva estable) y Fitch (A, perspectiva estable) elevaron un escalón la calificación de la deuda soberana de España, siguiendo la mejora iniciada por S&P hace dos semanas (A+). En materias primas, el petróleo corrigió con fuerza durante la semana (el Brent cayó hasta por debajo de los 65 dólares por barril, -8,6% en la semana), afectado por el aumento de inventarios en EE. UU. y las expectativas de una nueva subida de producción por parte de la OPEP+ en la reunión que celebrarán este fin de semana. El oro, por su parte, siguió aumentando durante la semana, en un contexto de mayor incertidumbre.

		2-10-25	26-9-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,00	2,00	0	-71	-124
	EE. UU. (SOFR)	3,96	4,00	-4	-35	-63
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,22	2,18	+5	-24	-49
	EE. UU. (SOFR)	3,63	3,69	-6	-55	-20
Tipos 2 años	Alemania	2,01	2,03	-2	-7	-7
	EE. UU.	3,54	3,64	-10	-70	-17
Tipos 10 años	Alemania	2,70	2,75	-5	33	56
	EE. UU.	4,08	4,18	-10	-49	23
	España	3,24	3,31	-7	18	31
	Portugal	3,10	3,17	-7	25	39
Prima de riesgo (10 años)	España	54	57	-3	-15	-25
	Portugal	40	43	-2	-8	-17
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		6.715	6.644	1,1%	14,2%	17,8%
Euro Stoxx 50		5.646	5.500	2,7%	15,3%	14,7%
IBEX 35		15.496	15.350	0,9%	34,3%	33,4%
PSI 20		8.046	7.953	1,2%	26,2%	21,1%
MSCI emergentes		1.368	1.326	3,2%	27,2%	16,6%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,172	1,170	0,1%	13,1%	6,2%
EUR/GBP	libras por euro	0,872	0,873	-0,2%	5,3%	3,7%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,122	7,135	-0,2%	-2,4%	1,5%
USD/MXN	pesos por dólar	18,427	18,368	0,3%	-11,5%	-4,8%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		104,9	105,1	-0,2%	6,2%	2,5%
Brent a un mes	\$/barril	64,1	70,1	-8,6%	-14,1%	-17,4%
Gas n. a un mes	€/MWh	31,5	32,7	-3,8%	-35,7%	-21,2%

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

Datos previstos del 6 al 12 de octubre de 2025

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato
6	 España	Producción industrial (interanual)	Agosto	-	2,5%
	 Eurozona	Ventas minoristas (interanual)	Agosto	1,3%	2,2%
8	 España	Cuentas financieras	2T	-	-
	 Alemania	Producción industrial (interanual)	Agosto	-0,9%	1,5%
	 EE. UU.	Actas del FOMC	Septiembre	-	-
9	 España	Ventas, empleo y salarios GE	Agosto	-	-
10	 Italia	Producción industrial (interanual)	Agosto	0,5%	0,9%

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