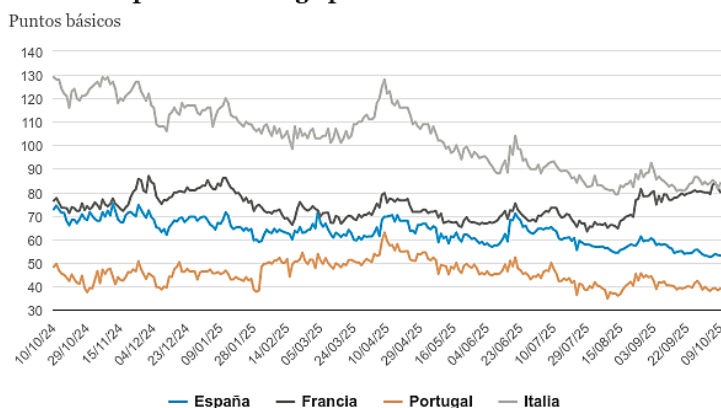


## Economía internacional

**El sector industrial alemán sigue en un momento delicado.** La producción manufacturera retrocedió en agosto un 5,5% intermensual, una caída mucho más acusada de lo esperado. Todas las ramas de actividad sufrieron caídas más o menos abultadas, destacando el descenso del 18,5% de la producción de coches o la caída del 10,3% de la producción farmacéutica, dos de los sectores más expuestos al mercado estadounidense. El retroceso de agosto más que compensa el aumento de actividad que se produjo por el motivo «anticipación» a la entrada en vigor de los aranceles y sitúa el nivel de la producción manufacturera un 2,5% por debajo de su nivel a cierre de 2024. No parece factible un cambio sustancial de tendencia a corto plazo. Los pedidos industriales cayeron en agosto, por cuarto mes consecutivo, un 0,8% intermensual, que acusa, principalmente, el retroceso de los pedidos extranjeros (-4,1%), ya que los pedidos internos lograron subir (+4,7%). Esta debilidad de la demanda externa se ve reflejada también en la nueva caída de las exportaciones en agosto (-0,5% intermensual), que las sitúa en los niveles de inicio de año, si bien el notable descenso de las importaciones (-1,3%) permite que el superávit comercial se amplíe en 800 millones de euros, hasta los 17.170 millones de euros, un 20% por debajo de hace un año.

### Eurozona: primas de riesgo periféricas a 10 años



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

**Se agrava la crisis política en Francia.** La dimisión del primer ministro Lecornu, menos de un mes después de su nombramiento, volvió a elevar la incertidumbre política en el país vecino, según la posibilidad de un adelanto electoral iba en aumento. Sin embargo, el primer ministro saliente parece que ha logrado consenso político suficiente para sacar adelante los presupuestos de 2026, lo que facilita que Macron nombre a un nuevo primer ministro hoy, día 10, para seguir avanzando en las negociaciones. Todos los partidos políticos están de acuerdo en que el déficit fiscal debería reducirse hasta un 4,7%-5,0% del PIB en 2026 (5,4% previsto para este año), pero para lograr alcanzar ese consenso se ha puesto sobre la mesa la posibilidad de suspender la reforma de las pensiones adoptada por Macron en 2023, que, entre otros, elevaba la edad de jubilación dos años, hasta los 64. El coste de esta medida podría ascender a unos 3.000-5.000 millones de euros al año hasta 2027, lo que obligaría a encontrar otras vías para compensarlo y poder cumplir con el compromiso de reducción fiscal anunciado.

**El shutdown en EE. UU. nos deja sin cifras oficiales y el ISM de servicios se debilita.** Por el cierre del Gobierno en EE. UU., la publicación de datos económicos oficiales se ha visto interrumpida: no se publicaron ni el informe de empleo de septiembre ni la balanza comercial de agosto. En este contexto, el indicador más relevante conocido ha sido el ISM de servicios, que mostró señales mixtas. El indicador general cayó a 50,0 en septiembre, desde el 52 del mes de agosto, afectado por descensos en los componentes de actividad empresarial (49,9) y nuevos pedidos (50,4), parcialmente compensados por un leve repunte en el empleo (47,2). Aunque la lectura sugiere un enfriamiento del sector, otros indicadores, como los *nowcasts* de diferentes Fed regionales, siguen apuntando a un crecimiento dinámico en el 3T, entre el 0,6% y el 0,9% intertrimestral. Sin embargo, otra preocupación para la Fed proviene del componente de precios pagados, que subió 0,2, hasta 69,4, y apunta a presiones persistentes sobre la inflación. Aun así, algunos encuestados señalaron cierta estabilización de costes y normalidad en las cadenas de suministro, lo que podría moderar los riesgos inflacionarios si esta tendencia se consolida en los próximos meses.

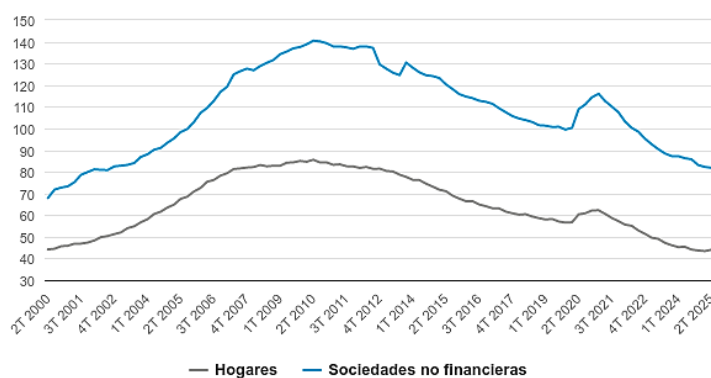
## Economía española

**Lecturas modestas de los indicadores de actividad de España en agosto.** El índice de producción industrial se mantuvo prácticamente estancado en agosto, con un retroceso mínimo del 0,1% intermensual. En términos interanuales, sin embargo, la tasa aceleró 0,7 p. p. hasta el 3,4%. Por su parte, las ventas interiores de las grandes empresas, deflactadas y corregidas de variaciones estacionales y de calendario, retrocedieron un 0,6% intermensual. Por destinos de las ventas (consumo, bienes de capital o intermedios), las ventas a consumo avanzaron con fuerza un 2,0% intermensual, pero este avance fue contrarrestado por el retroceso de las ventas de bienes de capital, del 9,0% intermensual. En términos interanuales, la tasa retrocedió 1,1 p. p. hasta el 3,2%.

**Leve aumento de la deuda de los hogares en porcentaje del PIB y ligera reducción para las empresas en España.** En el 2T 2025, la deuda de las sociedades no financieras (en términos nominales y sin consolidar) aumentó en 11.580 millones de euros respecto al 1T, mientras que la deuda de los hogares se incrementó en 19.200 millones de euros. En porcentaje de PIB, la deuda de los hogares ha aumentado, mientras que para las empresas ha descendido. Así, la deuda de las empresas se situó en el 81,8% del PIB en el 2T 2025, 0,4 p. p. menos que en el 1T 2025, y niveles similares a los de la segunda mitad de 2002. Por su parte, la deuda de los hogares se situó en el 44,0% del PIB, +0,6 p. p. respecto al 1T 2025 y un nivel similar al de mediados del 2000. Las ratios de deuda sobre el PIB en España se mantienen muy por debajo de la media de la eurozona: -22,8 p. p. para empresas y -6,9 p. p. para hogares. Por el lado de los activos financieros de los hogares, estos han aumentado en 90.769 millones de euros en el 2T 2025 (49.550 millones por adquisiciones netas y 41.200 por efectos de revalorización), hasta situarse en el 200,6% del PIB (197,7% en el 1T 2025).

### España: deuda del sector privado

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

## Mercados financieros

**Los mercados financieros cerraron la semana con tono mixto**, en un entorno marcado por la falta de referencias oficiales en EE. UU. por el cierre gubernamental, la persistente incertidumbre política en Francia y cierto alivio de las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo. En renta fija, los tipos soberanos repuntaron ligeramente en EE. UU., en una semana en la que las actas del FOMC de septiembre mostraron un tono más *hawkish* de lo esperado: con una mayoría de miembros que vería apropiados nuevos recortes este año por la debilidad del mercado laboral, pero que igualmente enfatizaron los riesgos al alza en sus previsiones de inflación. En la eurozona, los bonos soberanos a 10 años se mantuvieron estables, así como las primas periféricas, tras un leve repunte de la prima francesa por el colapso prematuro del nuevo gabinete de Gobierno. Este movimiento se revirtió a finales de la semana por las noticias de un posible acuerdo para aprobar los presupuestos. En renta variable, tono mixto en Europa, con ganancias del DAX y el PSI-20; mientras que en EE. UU. el Nasdaq registró los mayores avances. Destacó también el avance del Nikkei japonés, que contrastó con la debilidad del yen, en un movimiento motivado por el nombramiento de una nueva líder en el principal partido de la coalición de Gobierno, que, de convertirse en primera ministra, se espera acometa un mayor gasto fiscal, con lo que ello puede suponer para el crecimiento económico y la sostenibilidad de la deuda del país. En

el mercado de divisas, también el euro se debilitó frente al dólar, afectado por la caída de los datos de producción industrial y exportaciones de Alemania, y por la incertidumbre política francesa. En materias primas, repunte del petróleo, tras el acuerdo de la OPEP+ de un modesto incremento en la producción, que reduce los temores de sobreoferta, mientras que el oro extendió levemente su ya prolongado repunte.















**El BCE pone en valor la opción de esperar.** Tras no tocar los tipos de interés en su última reunión de septiembre (el *depo* se encuentra en el 2,00% desde junio), el BCE ha reforzado su intención de no comprometerse con ninguna senda futura para los tipos y tomar decisiones «reunión a reunión» y «según marque la evolución de los datos». Las actas de la reunión, publicadas esta semana, recogen cómo esta estrategia está influenciada por la incertidumbre del entorno. Aunque en las actas se refleja una visión algo más positiva del escenario para la economía de la eurozona, destacando la resiliencia de la demanda doméstica, una inflación en el objetivo y una mejora en el balance de riesgos, también se remarca que el entorno comercial global sigue siendo volátil. Es más, las actas resaltan la dificultad de cuantificar la probabilidad y el impacto de muchos de los riesgos y señalan que se tardará un tiempo en poder visualizar y clarificar los efectos económicos de los aranceles fijados por EE. UU. en sus acuerdos comerciales. En este contexto, varios miembros ven un predominio de los riesgos bajistas sobre la inflación (apreciación del euro, tensiones comerciales, incertidumbre, redirección del comercio de China, etc.), mientras que algunos otros defienden la prevalencia de los riesgos alcistas (resiliencia de la economía, disrupción de las redes de producción globales por los aranceles, fragmentación de las cadenas de suministro, presiones inflacionistas en EE. UU., expansión fiscal en Europa, etc.). Con esta mezcla de resiliencia en los datos de actividad e incertidumbre, las actas indican que el BCE «no ve una presión inmediata para modificar los tipos de interés» y, aunque también recogen la visión de que el escenario actual «probablemente cambiará materialmente en algún momento», señalan que es difícil saber cuándo y en qué dirección, por lo que se reitera «el valor de la opción de esperar». Con estos mensajes, todo sigue apuntando a que el BCE no modificará los tipos en los próximos meses, y los mercados cotizan una probabilidad superior al 90% a que el tipo de interés *depo* siga en el 2,00% en las próximas reuniones del 30 de octubre y 18 de diciembre.

**Las actas de la Fed evidencian las divisiones en el FOMC.** Las actas de la reunión del FOMC del 16-17 de septiembre reflejan la preocupación continuada de la Reserva Federal por la inflación, aunque decidió recortar los tipos de interés para mitigar riesgos crecientes en el mercado laboral. Los participantes coincidieron en que los riesgos a la baja para el empleo habían aumentado y requerían un ajuste en la política monetaria. No obstante, algunos miembros consideraron apropiado mantener la tasa de fondos federales y mostrar cautela ante un posible relajamiento excesivo. El Comité destacó señales de enfriamiento en el empleo, como la concentración del crecimiento laboral en pocos sectores y la menor rotación laboral, lo que podría indicar una desaceleración más amplia. En conjunto, las discusiones sugieren disposición a aplicar algunos recortes adicionales como medida de «seguridad», pero con ciertos miembros todavía reticentes a más cambios. Además, se abordó la evolución del balance de la Fed: se señaló la necesidad de vigilar los niveles de reservas bancarias, que podrían caer a unos 2,8 billones de dólares hacia el 1T 2026 (desde el máximo de 4,2 billones que alcanzaron entre 2021 y 2022), lo que marcaría el posible fin de la reducción del balance. En general, el tono fue prudente, con énfasis en equilibrar los riesgos de inflación y empleo.

		9-10-25	3-10-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
<b>Tipos</b>		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,03	2,02	0	-69	-116
	EE. UU. (SOFR)	3,93	3,94	-1	-38	-73
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,21	2,22	-2	-25	-58
	EE. UU. (SOFR)	3,60	3,58	+2	-58	-55
Tipos 2 años	Alemania	2,00	2,02	-2	-8	-23
	EE. UU.	3,59	3,58	+1	-65	-37
Tipos 10 años	Alemania	2,70	2,70	0	33	44
	EE. UU.	4,14	4,12	2	-43	8
	España	3,24	3,23	1	18	25
	Portugal	3,10	3,09	1	25	34
Prima de riesgo (10 años)	España	54	53	1	-15	-19
	Portugal	40	39	0	-8	-10
<b>Renta variable</b>		(porcentaje)				
S&P 500		6.735	6.716	0,3%	14,5%	16,5%
Euro Stoxx 50		5.626	5.652	-0,5%	14,9%	13,2%
IBEX 35		15.585	15.585	0,0%	35,1%	33,7%
PSI 20		8.230	8.115	1,4%	29,1%	23,1%
MSCI emergentes		1.376	1.374	0,1%	27,9%	18,9%
<b>Divisas</b>		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,156	1,174	-1,5%	11,7%	5,8%
EUR/GBP	libras por euro	0,869	0,871	-0,2%	5,1%	3,8%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,130	7,122	0,1%	-2,3%	0,8%
USD/MXN	pesos por dólar	18,394	18,399	0,0%	-11,7%	-5,5%
<b>Materias Primas</b>		(porcentaje)				
Índice global		105,7	105,4	0,3%	7,0%	5,1%
Brent a un mes	\$/barril	65,2	64,5	1,1%	-12,6%	-17,9%
Gas n. a un mes	€/MWh	32,4	31,4	2,9%	-33,8%	-19,7%

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

## Datos previstos del 13 al 19 de octubre de 2025

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato	
13		China	Comercio internacional	Septiembre	-	-
14		Alemania	Sentimiento económico ZEW	Octubre	-	37,3
15		Alemania	IPC (interanual)	Septiembre	2,4%	2,4%
		España	IPC (interanual)	Septiembre	-	2,9%
16		Eurozona	Producción industrial (interanual)	Agosto	0,0%	1,8%
		Francia	IPC (interanual)	Septiembre	-	1,2%
		EE. UU.	IPC (interanual)	Septiembre	3,1%	2,9%
		EE. UU.	Beige Book	Octubre	-	-
		Japón	Producción industrial (interanual)	Agosto	-	-1,3%
17		China	IPC (interanual)	Septiembre	-0,2%	-0,4%
		Italia	IPC (interanual)	Septiembre	-	1,8%
17		EE. UU.	Ventas minoristas (mensual)	Septiembre	0,4%	0,6%
		Eurozona	IPC (interanual)	Septiembre	2,2%	2,2%
		EE. UU.	Producción industrial (mensual)	Septiembre	0,0%	0,1%

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