

La demanda interna, soporte de la economía española

La demanda interna toma un mayor protagonismo. La economía española sigue avanzando con fuerza. El PIB creció un 0,6% intertrimestral en el 3T 2025, muy por encima, como viene siendo la tónica habitual, del crecimiento de la eurozona, del 0,2%. La composición del crecimiento arrojó un cuadro muy favorable, aunque tiene sus claroscuros. La economía crece porque los hogares gastan más –el consumo privado creció un 1,2% intertrimestral– y porque las empresas invierten más –la inversión creció un 1,7% intertrimestral–. Puntualmente, hemos visto también un repunte del consumo público, que creció un 1,1% intertrimestral, pero se produce tras tres trimestres de práctico estancamiento, por lo que, en términos interanuales, el consumo público crece un modesto 1,3% en el 3T.

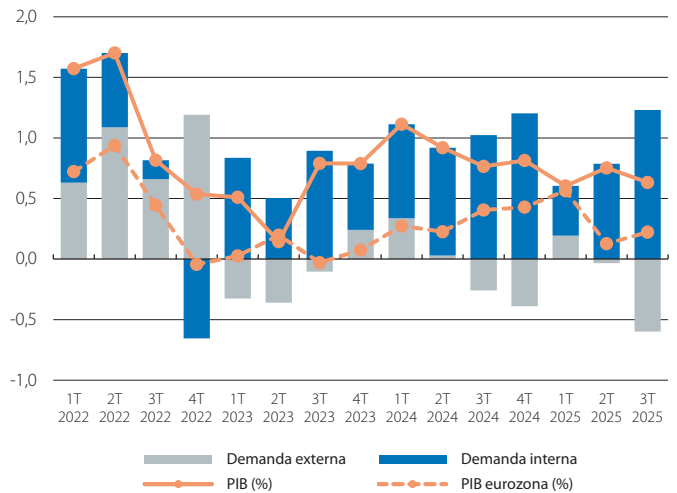
En su conjunto, la demanda interna aportó 1,2 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB. Una cifra muy elevada, que, con excepción del 4T 2024, no veíamos desde finales de 2021, en plena recuperación pospandemia. La nota negativa la presenta la demanda externa, que restó 0,6 p. p. al crecimiento del PIB. Este comportamiento se debe a una caída de las exportaciones, del 0,6% intertrimestral, junto a un notable avance de las importaciones, del 1,1% intertrimestral. De este modo, si el sector exterior fue uno de los principales pilares de crecimiento en 2023 y aún logró contribuir ligeramente al crecimiento del PIB en 2024, en 2025 está restando.

Van por separado: el saldo comercial de bienes se deteriora, mientras que el de servicios mejora. El mal comportamiento de las exportaciones en el 3T se debió al capítulo de las exportaciones de bienes. Los datos de aduanas hasta agosto confirman que el saldo comercial de bienes mantuvo su tendencia al deterioro, y ello es debido, en su totalidad, a los bienes no energéticos. Así, en el acumulado hasta agosto, el saldo comercial de bienes no energéticos arrojó un déficit del 0,8% del PIB, frente a un déficit de apenas un 0,1% del PIB en el mismo periodo del año pasado. Gran parte de estas 7 décimas de PIB que hemos perdido se deben a un menor crecimiento de las exportaciones, que seguramente están acusando el giro proteccionista de EE. UU. En contraposición, los servicios siguen arrojando muy buenos datos, aunque no logran compensar del todo el deterioro por el lado de los bienes. Así, los servicios turísticos avanzan en línea con el comportamiento del año anterior, y los servicios no turísticos lo superan: el superávit acumulado hasta agosto se emplazó en un 1,9% del PIB, 0,3 p. p. más que en el mismo periodo de 2024. De todas formas, el superávit por cuenta corriente no peligra: en el acumulado hasta agosto, la cuenta corriente arroja un superávit del 2,2%, apenas 0,3 p. p. inferior al del mismo periodo del año anterior.

Los primeros indicadores disponibles apuntan a que la demanda interna mantiene un tono robusto. La fortaleza de la demanda interna se apoya, en gran medida, en la solidez del mercado laboral. Según la EPA, el empleo creció un 0,4% intertrimestral en el 3T, un ritmo dinámico. Por su parte, los datos de afiliación de octubre, el primer mes disponible del 4T, siguen sorprendiendo al alza, con un aumento de cerca de 142.000 trabajadores, el mayor avance en un mes de octubre, con excepción de 2021. Con este dato, la afilia-

España: PIB

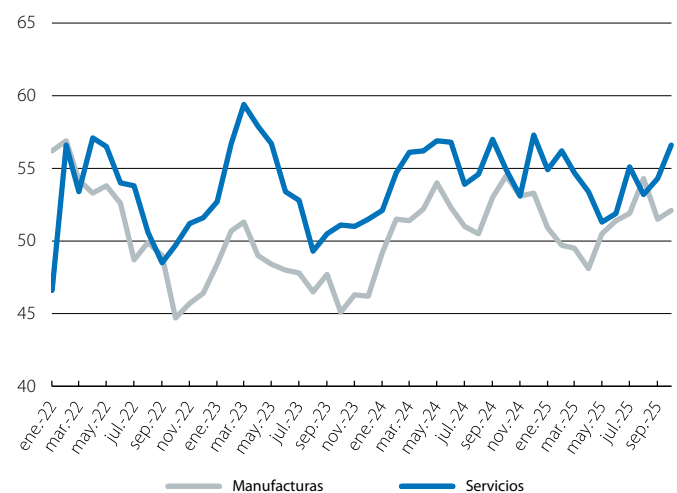
Variación intertrimestral (%) y contribuciones (p. p.)



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

España: PMI

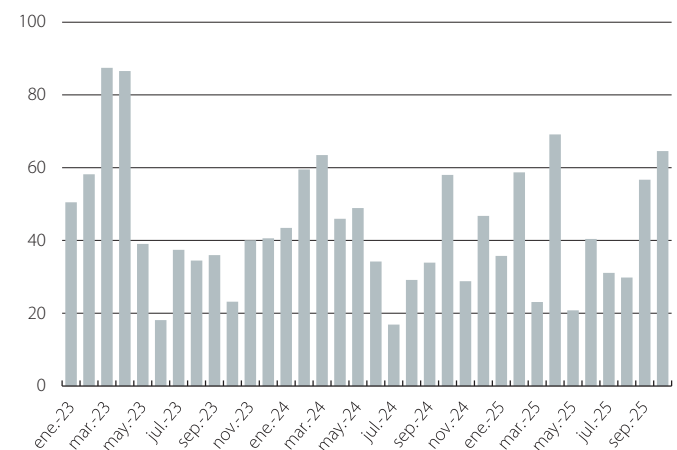
Nivel



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

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.

ción en octubre ya se emplaza un 0,52% por encima de la afiliación promedio del 3T, por lo que todo apunta a que en el 4T veremos una aceleración de la tasa intertrimestral de crecimiento de la afiliación (el crecimiento intertrimestral en el 3T fue del 0,48%).

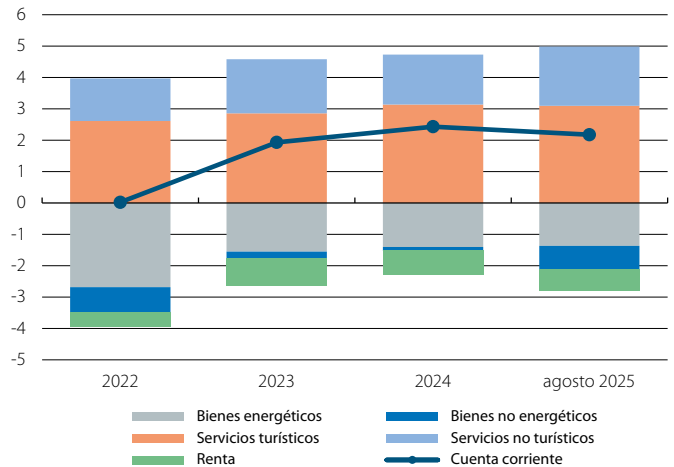
Por su parte, los índices PMI también sugieren una buena evolución de la actividad. En octubre, el PMI para el sector manufacturero avanzó 0,6 puntos hasta emplazarse en los 52,1 puntos, un registro ampliamente por encima del umbral que marca crecimiento en el sector (50 puntos). Asimismo, el PMI para el sector servicios ganó 2,3 puntos y alcanzó los 56,6 puntos, el registro más alto de los últimos 10 meses, y que apunta a un notable ritmo de crecimiento en el sector. Finalmente, con datos hasta el 21 de octubre, el [indicador de Consumo de CaixaBank Research](#), basado en el gasto de tarjetas y reintegros debidamente anonimizados, muestra una aceleración en el ritmo de crecimiento interanual de 0,4 p. p. con respecto al mes anterior, hasta alcanzar el 4,8% (3,2% en el promedio del 3T). En su conjunto, las buenas cifras de empleo, y de los indicadores de sentimiento y de consumo, apuntan a que la demanda interna mantiene su vigor en el último trimestre del año.

La electricidad mantiene la inflación en torno al 3%. En octubre, la inflación en España se situó en el 3,1%, 0,1 p. p. por encima del mes pasado y amplió el diferencial con respecto a la eurozona, cuya inflación ha bajado 0,1 p. p., hasta el 2,1%. Este diferencial, que a primera vista podría resultar preocupante, hay que matizarlo, dado que se explica en gran medida por el componente energético. La inflación núcleo, aquella que excluye la energía y los alimentos del cómputo, se situó en el 2,7% en España en septiembre frente al 2,4% en la eurozona, una diferencia mucho menor. A pesar de esto, persiste un cierto diferencial, incluso en la núcleo, que se deriva del componente de servicios. Si entramos en el detalle de este componente, su evolución está cada vez más marcada por la dinámica de los servicios de revalorización periódica. En su última actualización, estos servicios experimentaron un notable incremento, lo que mantiene su tasa de variación interanual estable en niveles relativamente elevados. Es el caso, por ejemplo, de los seguros de salud y de vehículos de motor, cuya inflación promedio en lo que llevamos de año hasta septiembre, último mes para el que disponemos de datos del desglose, se sitúa en el 10,3% y el 9,5%, respectivamente. Por el lado del componente energético, en los próximos meses, en la medida que los mercados de futuros apuntan a que el precio del petróleo y del gas natural se debería mantener contenido y que, en enero de 2026, el impacto de la subida del IVA de la factura de la electricidad que se produjo en enero de 2025 caerá fuera del cómputo de la inflación, la contribución de este componente a la inflación se debería reducir.

La compraventa de viviendas en España quiebra la tendencia alcista. Las compraventas registraron un descenso interanual del 3,4% en agosto, la primera caída desde 2024. Aunque es prematuro extraer conclusiones definitivas a partir de un único dato en un mes que tradicionalmente presenta baja actividad residencial, es una primera señal de moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda. En cualquier caso, la actividad del sector continúa siendo elevada: en lo que va de año, se han cerrado cerca de 470.000 operaciones, lo que supone un incremento del 16% respecto al mismo periodo de 2024.

España: saldo por cuenta corriente

(% del PIB)

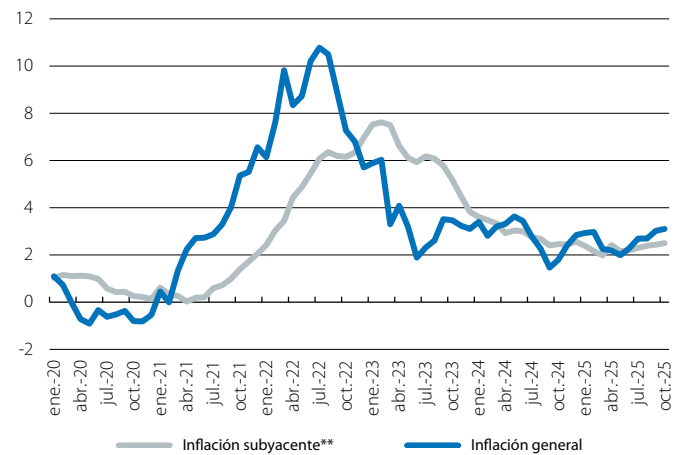


Nota: Datos acumulados del año.

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

España: inflación general y subyacente*

Variación (%)

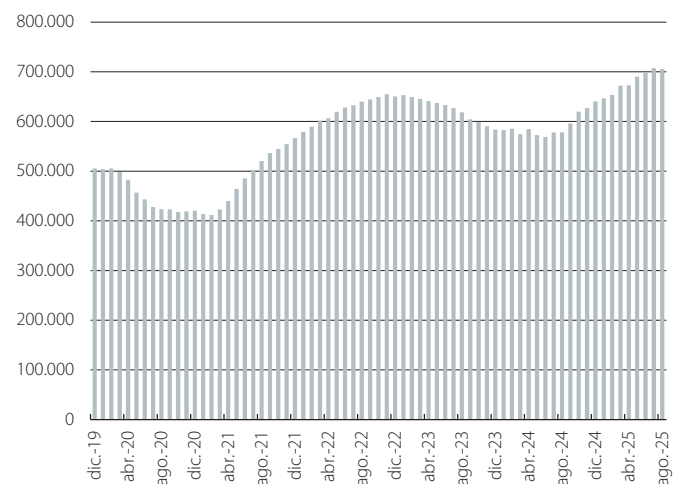


Notas: * Los datos de octubre son preliminares. ** La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía.

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

España: compraventas de vivienda

Unidades



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