



Claves Económicas de PwC

Cómo interpretar el momento económico - septiembre 2025

La crisis de deuda de Francia muestra la fragilidad de la zona euro.



Fuente: Bloomberg

El riesgo de la deuda francesa impacta al resto de la eurozona.

El ministro francés de economía, Eric Lombard, alertaba sobre los riesgos para la economía si su gobierno fracasa en controlar el déficit y la deuda pública, que supera los 3,3 billones de euros, el 114% del PIB, según el protocolo de déficit excesivo. El déficit fiscal anunciado para este año es del 5,4% pero el consenso de mercado mantiene una expectativa de 5,5%. El riesgo de impago a cinco años ha subido un 20% en doce meses. El rendimiento de la deuda francesa a dos años supera al de España, Italia y Grecia, y su prima de riesgo ha alcanzado los 80 puntos básicos, 20 por encima de la española.

Aunque los bonos de España, Italia y Alemania han sufrido por el riesgo de contagio, el impacto ha sido moderado y lejos de los niveles de 2022 o marzo de 2025. A pesar de ello, el coste de financiación de los estados de la eurozona ha aumentado, y en el caso de la deuda española a 10 años, el tipo exigido ha aumentado un 10% en un año a pesar de la reducción de la inflación.

A pesar de los retos de Francia, el riesgo de recesión en la eurozona a un año se mantiene en un 25%, un nivel muy bajo e inferior a la estimación de consenso en marzo de 2025.

El Banco Central Europeo mantendrá su programa “anti-fragmentación” para contener la rentabilidad exigida de los bonos, monitorizando el riesgo

de una venta masiva de deuda europea, y continuará con su política de bajada de tipos. Estas acciones son claves para explicar el bajo riesgo de crisis de deuda, pero no pueden solventar los problemas fiscales estructurales y es esencial que se implementen medidas contundentes para controlar los desequilibrios fiscales, ya que la deuda de la zona euro ha pasado a un tercer lugar en el activo de los bancos centrales del mundo, siendo desplazada por el oro.

Desde un punto de vista empresarial, los sectores exportadores cuentan con amplia capacidad y las cadenas de suministro son mucho más complejas y dinámicas de lo que estimaron los economistas de consenso en abril. La tecnología, amplia capacidad productiva, retos de capital circulante y dinamismo de las economías han demostrado que la presión inflacionaria es muy baja.

Para los bancos españoles, los retos fiscales de Francia tienen un impacto limitado. El peso total de la deuda pública (española y extranjera) en los activos de los bancos españoles era del 15,4% en 2024. Los bancos franceses tienen en su balance entre un 15% y un 25% del total de activos soberanos en deuda francesa.

El riesgo de una nueva crisis de deuda en la eurozona es bajo, pero la crisis francesa demuestra la importancia de realizar reformas estructurales.

Cinco claves económicas

Estados Unidos crece al 3,3% pero la tensión comercial se mantiene.

La economía de Estados Unidos creció a una tasa anualizada de 3,3% en el segundo trimestre. La última revisión de la Reserva Federal de Atlanta estima un crecimiento del PIB del tercer trimestre del 3,5% anualizado. Un juzgado de apelaciones ha dictaminado que los aranceles anunciamos en abril no son legales, aunque es improbable que el Tribunal Supremo mantenga el dictamen, especialmente cuando hay más de doce acuerdos comerciales aprobados.

La amenaza de aranceles no reduce las expectativas de crecimiento de India.

El presidente de Estados Unidos, Donald Trump, ha anunciado un arancel del 50% a las importaciones de India por su elevado consumo de petróleo y combustibles rusos. El gobierno de India ha frenado un acuerdo comercial hasta que se aclare el conflicto. A pesar de ello, el consenso estima un crecimiento de India del 6,4% para 2025 y 6,3% para 2026.

La economía de China sorteó las dificultades comerciales.

Los índices de gestores de compras oficiales (PMIs) de agosto muestran que la economía no ha logrado superar el

enfriamiento de julio, con el PMI manufacturero subiendo ligeramente hasta 49,4 y el PMI de construcción cayendo a 49,1 (ambos en contracción). El PMI no manufacturero aumentó a 50,3 impulsado por las vacaciones y el repunte del mercado bursátil.

La inflación en la eurozona se mantiene en el objetivo del BCE.

La inflación se mantiene estable en el 2,0% en julio, exactamente en línea con el objetivo del BCE, con la subyacente en 2,3%, reflejando que las presiones inflacionarias no han desaparecido. El BCE mantiene su tipo de depósito en el 2% tras las decisiones de julio y se espera, como máximo, una bajada de tipos más en 2025.

Las sanciones impactan a la economía rusa.

La economía rusa creció solo un 1,1% anualizado en los primeros siete meses y el consenso estima un crecimiento de solo 0,7% en 2025 con un gasto militar que genera una gran parte de la aportación al PIB. La insostenibilidad del gasto y la elevada inflación, 8,8%, podrían acelerar las negociaciones de paz.

Outlook España

Índice General de Precios al Consumo Armonizado (%)



Fuente: INE

El indicador adelantado del IPC situó su variación anual en el 2,7% en agosto, mientras que la inflación subyacente cerraba en 2,4%. El indicador de inflación sube al mayor nivel desde mayo por el aumento de los precios de los servicios, y se situaría ligeramente por encima de la media de la eurozona. El Banco de España prevé que la inflación cierre en un 2,4%.

El Gobierno de España mantiene su previsión de crecimiento en 2,6% para 2025; Funcas y BBVA Research lo sitúan ligeramente por debajo, entre 2,4% y 2,5%.

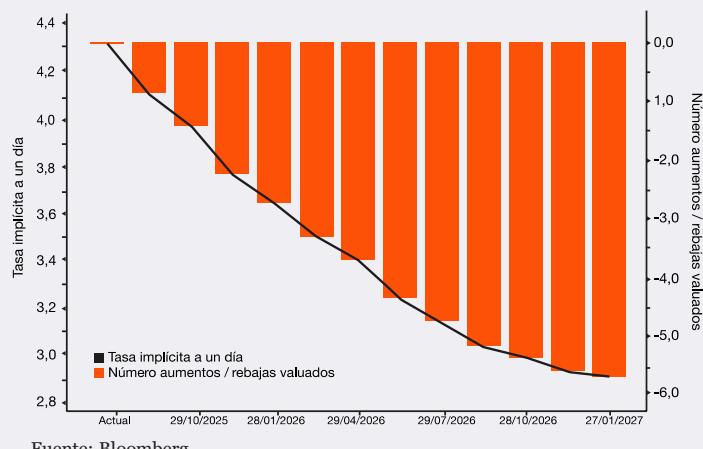
La deuda de las Administraciones Pùblicas (AAPP) según el protocolo de déficit excesivo se situó en mayo de 2025 en 1,663 billones de euros, lo que equivale a un 102,3% del PIB, ligeramente superior al cierre de 2024, 101,8%.

El Gobierno de España prevé cerrar 2025 con una deuda del 101,7% del PIB y seguir reduciéndola gradualmente: 98,4% en 2027, 90,6% en 2031 y 76,8% en 2041. AIRF prevé una ratio de deuda en 2025 del 101,6% del PIB, aunque advierte que sin ajustes fiscales la deuda podría seguir alta a largo plazo.

La productividad por persona ocupada crece por debajo de la media histórica, lo que plantea desafíos para el crecimiento a largo plazo, según BBVA Research.

Outlook Internacional

Tipos implícitos y número de bajadas estimadas en Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Los mercados anticipan con un 88% de probabilidad un recorte de 25 puntos básicos en septiembre tras las declaraciones del presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell. Los datos de inflación mayorista y de precios al consumo de Estados Unidos reflejan que los tipos base de la Reserva Federal están 100 puntos básicos por encima de la tasa neutral, según Jeffries y BoAML.

El cambio de política de la Reserva Federal podría llevar a un importante cambio de tendencia en el movimiento de capitales, generando lo que se denomina "efecto aspirador": al reducirse el coste de cobertura de la moneda, los inversores globales podrían reducir su exposición a deuda de países emergentes y de la eurozona a favor de compras de deuda de Estados Unidos. Este reto coincide con un importante nivel de vencimientos de deuda de países emergentes, con 360.000 millones de dólares de deuda en divisa estadounidense venciendo en doce meses.

Los acuerdos comerciales de Estados Unidos con sus socios reducen la tensión en el comercio global, pero se mantiene por encima de donde estaba en 2024. El índice de tensión en las cadenas comerciales se ha reducido de manera significativa y está por debajo de los niveles de marzo, indicando bajo riesgo de inflación por aranceles.

La masa monetaria global crece a un ritmo del 5%, reflejando bajo riesgo de crisis, pero también inflación persistente. En Estados Unidos, la masa monetaria crece 4,5%, menos que la media anual de los últimos 20 años.