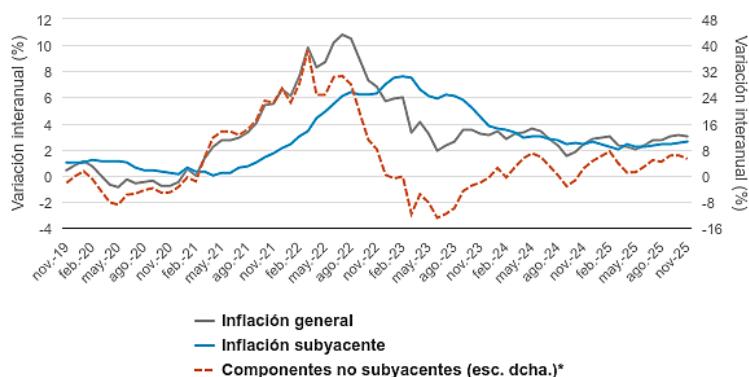


Economía española

El consumo en España mantiene un ritmo de crecimiento dinámico en los primeros compases del 4T. El índice de comercio al por menor, deflactado y corregido por efectos de estacionalidad, mantuvo un notable avance del 3,8% en términos interanuales, solo 3 décimas inferior al del mes anterior, aunque en términos intermensuales se mantuvo estanco. Por su parte, en septiembre, el índice de producción del sector servicios avanzó un robusto 0,8% intermensual y un 3,7% interanual, 8 décimas más que en agosto; en el conjunto del 3T, el IPSS creció un 0,7% intertrimestral, por encima del 0,4% del 2T.

La inflación española en noviembre pone fin a seis meses de subidas. La inflación general cae 1 décima en noviembre y se sitúa en el 3,0% interanual, mientras que la subyacente sube 1 décima hasta el 2,6%. La caída del indicador general rompe con las subidas que se venían produciendo desde mayo, aunque la reducción es más modesta de lo que esperábamos. Esta evolución responde principalmente a la bajada de los precios de la electricidad, mientras que los alimentos y el ocio y la cultura habrían limitado el descenso. Con el dato de inflación de noviembre, el promedio de las tasas interanuales de los últimos 12 meses se sitúa en el 2,7% interanual; de confirmarse cuando se publique el desglose, esta cifra será la utilizada para revalorizar las pensiones en 2026.

España: evolución del IPC



Notas: *Agregado de alimentos no elaborados y productos energéticos. Se calcula descontando el componente subyacente del IPC.

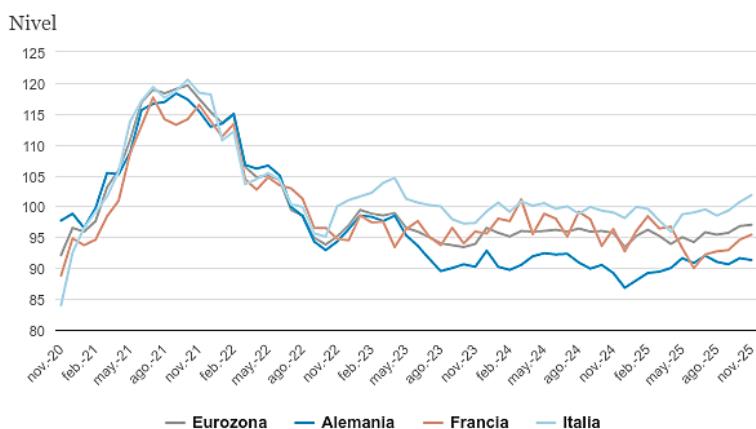
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

La morosidad en España se situó en septiembre por debajo del 2,9%, impulsada por la reducción de créditos dudosos y el aumento del saldo vivo. La tasa de morosidad del crédito al sector privado continuó descendiendo, con una caída de 6 p. b. respecto a un mes antes, hasta el 2,87%. Este retroceso se debió principalmente a la disminución del volumen de dudosos (-682 millones de euros), aunque también contribuyó el incremento del stock de crédito (+2.688 millones de euros). Con respecto a septiembre de 2024, la morosidad se ha reducido en 56 p. b.

Economía internacional

El retraso en el despliegue del plan de infraestructuras alemán afecta negativamente a la confianza de los agentes. El índice Ifo de sentimiento empresarial cayó en noviembre 0,3 puntos, hasta 88,1, siendo 100 el umbral que marca crecimientos cercanos a la media. Mientras que la confianza del consumidor cayó hasta mínimos desde abril de 2024, ante el deterioro esperado para la renta disponible, en un contexto de peores perspectivas para el ciclo económico. Por su parte, el índice de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea subió apenas 0,2 puntos en noviembre, hasta 97,0, destacando que, de las grandes economías, solo retrocede en Alemania (-0,3 puntos, hasta 91,3), mientras que en Francia e Italia sube, superando el umbral de 100 en este último país. Respecto a las expectativas de precios de venta, el informe recoge subidas en todas las ramas de actividad, lo que explica el incremento en las expectativas de inflación de los consumidores y limita el margen para futuros descensos de la inflación en la eurozona.

Eurozona: índice de sentimiento económico



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

La Fed ante señales mixtas: resiste la actividad, pero el mercado laboral y el gasto de los hogares siguen deteriorándose. Con el fin del cierre gubernamental de EE. UU., se ha retomado la publicación de datos. Hemos conocido que en septiembre las ventas minoristas crecieron un moderado 0,2% intermensual, impulsadas casi exclusivamente por el alza de precios en gasolina, mientras que el conjunto sin ese rubro quedó prácticamente estancado, lo que apunta a un consumo que se enfria; la confianza del consumidor de noviembre de la *Conference Board* también mostró una señal similar, con un empeoramiento respecto a octubre. En contraste, los PMI de noviembre se mantuvieron sólidos: el índice compuesto subió a 54,8, consistente con un crecimiento cercano al 2,5% (según el comunicado de S&P), con servicios mejorando y manufacturas aún en expansión pese a pedidos algo más débiles. Los subcomponentes de precios se mantuvieron elevados, mientras que los de empleo permanecieron estancados. En cuanto a inflación, el índice de precios de producción aumentó un 0,3% intermensual y el índice núcleo, un 0,1%, en línea con lo esperado, con presiones en las categorías de bienes (+0,9% intermensual), compensadas por caídas en servicios financieros. También se publicó el *Beige Book* de noviembre, donde señalan que la actividad no ha cambiado demasiado respecto al mes anterior, pero que el mercado laboral ha continuado deteriorándose, que el consumo de los hogares de ingresos bajos y medios ha seguido disminuyendo y que el panorama inflacionario se mantuvo prácticamente igual que en octubre. En este contexto, el dato de ventas minoristas y el empeoramiento de las confianzas (tanto del *Conference Board* como de Michigan), así como las declaraciones de varios miembros de la Fed sobre la más que probable bajada, han llevado al mercado a aumentar hasta un 80% la probabilidad de un recorte de tipos en diciembre.

Mercados financieros

Semana marcada por un renovado optimismo en los mercados financieros, impulsado por la expectativa creciente de un recorte de tipos por parte de la Fed en diciembre, cuya probabilidad supera ya el 80% según los implícitos del mercado monetario. Las declaraciones de varios miembros de la Fed y unos datos mixtos en EE. UU., que apuntan a cierto enfriamiento en empleo y consumo, reforzaron esta visión y provocaron descensos en las rentabilidades soberanas estadounidenses, más acusados en los tramos largos y con un ligero aplanamiento de la curva. También en la eurozona cayeron los tipos soberanos alemanes, aunque más modestamente. Las primas de riesgo periféricas, por su parte, sí cayeron con mayor intensidad, gracias a la mejora del *rating* de Italia; al hecho que se espera que el Gobierno francés consiga aprobar el presupuesto en la segunda lectura en la Asamblea Nacional; o a la aprobación del presupuesto en Portugal, que prevé un superávit fiscal en 2026. Por otro lado, los tipos soberanos británicos cayeron con intensidad, tras presentar el Gobierno unos presupuestos con una mayor consolidación fiscal de lo esperado. En renta variable, los avances fueron generalizados, con el Nasdaq liderando las subidas gracias al renovado apetito por el sector tecnológico, mientras que *bitcoin* rebotó con fuerza como termómetro del apetito por el riesgo y el sentimiento sobre este sector. En divisas, el dólar se debilitó frente al euro y en su tipo efectivo nominal por las perspectivas de una política monetaria más acomodaticia. En materias primas, el petróleo Brent fluctuó en torno a los 63 dólares por barril, al albur de las noticias sobre avances en las negociaciones de paz en Ucrania, mientras que el gas natural europeo prolongó su caída por el elevado nivel de reservas y la mayor entrada de flujos de gas natural licuado. Entre los metales, la plata continuó al alza, apoyada por la demanda industrial y su rol de refugio alternativo al oro.

El BCE, cautelosamente más optimista con los riesgos. En su última reunión (30 de octubre), el BCE reiteró la visión de que su política monetaria está «en una buena posición» y mantuvo el tipo de interés *depo* en el 2,00%. Las actas de esa reunión, publicadas esta semana, muestran como detrás de estas decisiones de continuidad hubo ciertos cambios en la visión del escenario económico. En concreto, las actas recogen la visión de un mapa de riesgos más equilibrado, especialmente gracias a que los distintos acuerdos comerciales de EE. UU., las negociaciones EE. UU.-China y la tregua en Oriente Próximo han mitigado la probabilidad de escenarios adversos. Además, las actas destacan la resiliencia de la economía de la eurozona en un entorno global exigente, con el crecimiento apoyado en la demanda interna y un mercado laboral sólido. Asimismo, el BCE ve la inflación ya en el objetivo del 2% y los riesgos que la rodean se presentan más equilibrados, con una discusión que engloba tanto riesgos al alza (precios iniciales, disruptores en las cadenas de suministros, aumento del gasto en defensa e infraestructura y eventos meteorológicos extremos) como a la baja (apreciación del euro, redirección exportadora de China, debilidad de la demanda por volatilidad en los mercados financieros y aversión al riesgo). Por otro lado, las actas también recogen una discusión sobre distintos riesgos de estabilidad financiera, y destacan especialmente las fuentes de riesgo en los mercados estadounidenses (las actas apuntan a valoraciones elevadas y riesgos procedentes del crédito privado, el capital riesgo y el apalancamiento del sector financiero no bancario). En este contexto, los mercados mantienen la previsión de que el BCE no modifique sus tipos de interés en los próximos trimestres, si bien continúan exhibiendo un cierto sesgo bajista (los mercados monetarios cotizan un posible recorte de tipos en 2026 [*depo* al 1,75%], con una probabilidad algo inferior al 40%).

		27-11-25	21-11-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Tipos					(puntos básicos)	
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,06	2,05	1	-65	-88
	EE. UU. (SOFR)	3,79	3,88	-9	-52	-71
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,21	2,22	-1	-25	-25
	EE. UU. (SOFR)	3,50	3,57	-7	-68	-81
Tipos 2 años	Alemania	2,03	2,01	+2	-5	3
	EE. UU.	3,48	3,51	-3	-76	-75
	Alemania	2,68	2,70	-2	31	55
Tipos 10 años	EE. UU.	3,99	4,06	-7	-58	-27
	España	3,17	3,21	-4	11	32
	Portugal	3,01	3,04	-4	16	41
Prima de riesgo (10 años)	España	49	51	-2	-21	-23
	Portugal	33	34	-2	-16	-15
Renta variable					(porcentaje)	
S&P 500		6.813	6.603	3,2%	15,8%	13,6%
Euro Stoxx 50		5.653	5.515	2,5%	15,5%	18,8%
IBEX 35		16.362	15.822	3,4%	41,8%	40,9%
PSI 20		8.122	8.056	0,8%	27,4%	26,3%
MSCI emergentes		1.370	1.334	2,7%	27,4%	26,9%
Divisas					(porcentaje)	
EUR/USD	dólares por euro	1,160	1,151	0,7%	12,0%	9,9%
EUR/GBP	libras por euro	0,876	0,879	-0,4%	5,8%	5,3%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,080	7,105	-0,4%	-3,0%	-2,3%
USD/MXN	pesos por dólar	18,354	18,479	-0,7%	-11,9%	-10,1%
Materias Primas					(porcentaje)	
Índice global		108,6	107,5	1,0%	10,0%	11,1%
Brent a un mes	\$/barril	63,3	62,6	1,2%	-15,1%	-13,6%
Gas n. a un mes	€/MWh	29,0	30,2	-3,9%	-40,6%	-37,3%

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

Datos previstos del 1 al 7 de diciembre de 2025

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato
1	ESPAÑA	PMI manufacturas	Noviembre	-	52,1
	EUROZONA	PMI manufacturas	Noviembre	49,7	49,7
	EE. UU.	ISM manufacturas	Noviembre	49,0	48,7
	TURQUÍA	PIB (interanual)	3T	4,1%	4,8%
2	ESPAÑA	Afiliados a la S. S. y paro registrado	Noviembre	-	-
	EUROZONA	Avance del IPC (interanual)	Noviembre	2,2%	2,1%
	EUROZONA	Tasa de paro	Octubre	6,3%	6,3%
3	ESPAÑA	PMI servicios	Noviembre	-	56,6
	ESPAÑA	Entrada de turistas extranjeros	Octubre	-	-
	ESPAÑA	Crédito de nueva concesión	Octubre	-	-
	EUROZONA	PMI servicios	Noviembre	53,1	53,1
	EE. UU.	ISM servicios	Noviembre	52,0	52,4
4	EUROZONA	Ventas minoristas (interanual)	Octubre	1,5%	1,0%
	EE. UU.	Observatorio del FOMC	Diciembre	-	-
	BRASIL	PIB (interanual)	3T	-	2,2%
5	ESPAÑA	Precios de la vivienda del INE (interanual)	3T	-	12,7%
	ESPAÑA	Producción industrial (interanual)	Octubre	-	1,7%
	FRANCIA	Producción industrial (interanual)	Octubre	-	1,3%

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