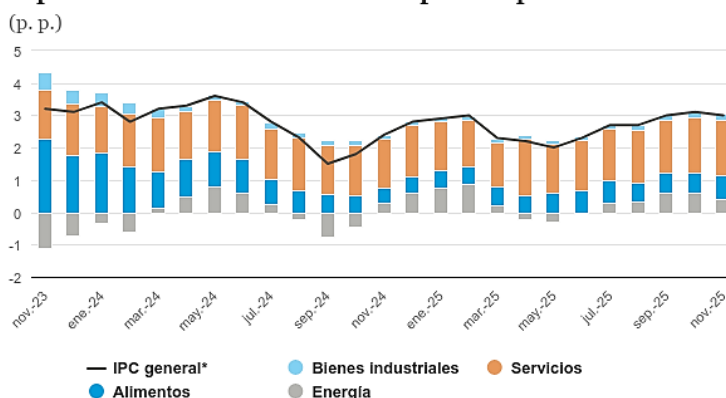


Economía española

Buenas cifras de actividad en España en octubre. Las ventas interiores de las grandes empresas, deflactadas y corregidas de estacionalidad y calendario, crecieron un 0,8% intermensual, mientras que en términos interanuales la tasa se aceleró ligeramente, 1 décima, hasta el 3,5%. Por destino económico, y en términos interanuales, las ventas destinadas a bienes de consumo y de capital siguen avanzando a un ritmo muy notable, del 5,0% y del 9,4%, respectivamente, mientras que las ventas de bienes intermedios crecen a un ritmo más modesto, del 1,9%.

La inflación en España retrocede hasta el 3,0% en noviembre, pero persisten los riesgos al alza. El INE confirma el dato de inflación general de noviembre del 3,0% interanual (1 décima menos que en octubre) y el de inflación subyacente del 2,6% (1 décima más). El ligero retroceso de la inflación, que quiebra seis meses consecutivos de subidas, es consecuencia de la bajada de los precios de la luz, cuya inflación cae hasta el 11,9% interanual (6,8 p. p. menos que en octubre). En todo caso, el dato de noviembre sorprendió al alza y el desglose confirma la mayor presión alcista de los componentes subyacentes (servicios, bienes industriales no energéticos y alimentos elaborados). Por último, también se confirma el promedio de inflación de los últimos 12 meses del 2,7%, cifra que se usará para actualizar las pensiones contributivas en 2026 (véase la [Nota Breve](#)).

España: contribución a la inflación por componentes



Nota: *Variación interanual.

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

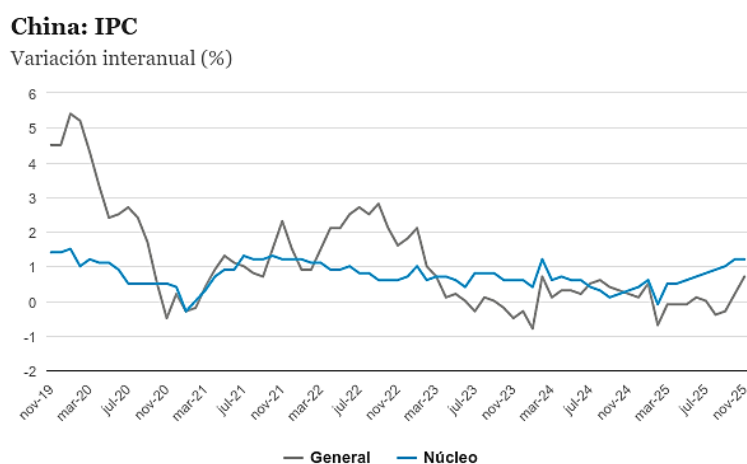
Economía internacional

El dinamismo de los datos en octubre no modifica la tendencia de debilidad de Alemania. Por un lado, las exportaciones consolidan el aumento del mes previo (0,1% intermensual vs. 1,5% anterior), gracias a que las ventas a sus socios de la UE (2,7%) prácticamente compensaron el descenso a terceros países, destacando los retrocesos de sus ventas a EE. UU. (-7,8%) y China (-5,8%). Sin embargo, el nivel de las exportaciones viene mostrándose desde 2023 prácticamente estable en torno a los 130.000 millones de euros. Por otro lado, la producción industrial creció más de lo esperado (1,8% intermensual vs. 1,1%) por el dinamismo de la construcción (3,3% vs. -1,7%), pero todavía sigue casi un 9,0% por debajo de su nivel prepandemia. La debilidad de fondo que sigue mostrando la economía alemana explica las modestas perspectivas que manejan los principales institutos económicos del país, que han revisado a la baja sus estimaciones respecto a las de hace unos meses: tras el 0,1% esperado para 2025, el crecimiento previsto para 2026 por el Ifo es de un 0,8% (-0,5 p. p.), mientras que el Kiel confía en alcanzar el 1,0% (-0,3 p. p.). Ambas instituciones señalan la necesidad de llevar a cabo reformas estructurales de calado para lograr devolver al país a una senda de crecimiento sostenido.

Señales de cierta estabilidad en el mercado laboral y de presiones inflacionistas contenidas en EE. UU. Los datos publicados esta semana refuerzan la idea de que el mercado laboral de EE. UU. transita un patrón tanto de contrataciones como de despidos bajos, y que el enfriamiento del empleo no se está produciendo de manera abrupta.

El informe JOLTS de octubre mostró 7,67 millones de vacantes, apenas un 0,1% más que en septiembre. Este ligero aumento permitió que la ratio de vacantes por desempleado se mantuviera en torno a 1. El ritmo de contrataciones descendió al 3,2%, la tasa de renuncias cayó al 1,8%, mínimo en 10 años, y la tasa de despidos subió 1 décima hasta el 1,2%, pero se mantiene en el rango del 1,0%-1,2% desde hace más de tres años. En el plano positivo, en la Encuesta de sentimiento a pequeños empresarios en noviembre (NFIB), el 19% respondió que planea aumentar las contrataciones en los próximos tres meses, la mayor proporción en lo que llevamos de año. En general, esta encuesta mostró una mejoría del sentimiento, puesto que el índice aumentó 0,8 puntos, hasta 99, por encima de su promedio histórico de 98. Este optimismo es una buena señal de cara al 4T, ya que el último dato de gasto de septiembre mostró un estancamiento, tras haber aumentado los tres meses anteriores. En cuanto a la inflación, el PCE general aumentó en septiembre 1 décima hasta el 2,8% interanual y la rúbrica núcleo se estancó en el 2,8%, ambas impulsadas por un aumento en la inflación de bienes hasta el 1,4% interanual.

La economía china, entre unas exportaciones dinámicas y una demanda interna débil. En noviembre, las exportaciones chinas crecieron un 5,9% interanual (-1,1% en octubre), en línea con el promedio de crecimiento observado a lo largo del año. Los flujos hacia EE. UU. mantuvieron una senda de caída y registraron una contracción del 28,6% interanual en noviembre (-25,2% en octubre), a pesar de la tregua comercial firmada entre ambos países a finales de octubre, que redujo la probabilidad de una nueva escalada arancelaria en los próximos meses. Sin embargo, las exportaciones hacia otros destinos siguen más que compensando la fuerte caída del mercado estadounidense. Las importaciones se recuperaron ligeramente en noviembre (+1,9% interanual vs. 1,0% anterior), aunque el desglose muestra una desaceleración en algunos productos, como el petróleo o la soja, lo que podría reflejar un menor ritmo de acumulación de inventarios. En este entorno, el superávit comercial (acumulado en el año hasta noviembre) de China ha superado el billón de dólares, récord histórico y por encima del nivel alcanzado en el conjunto de 2024. Con un sector exterior que sigue mostrando dinamismo, una competitividad de precio elevada y el débil crecimiento de la demanda interna, es probable que el superávit siga aumentando a corto plazo, lo que puede generar nuevas tensiones con sus principales socios comerciales. Por el lado de la inflación, el índice general subió al 0,7% interanual en noviembre (0,2% anterior), empujado por los precios de la alimentación; la inflación subyacente se mantuvo en el 1,2% interanual, aunque se ha observado una caída en la inflación de servicios y en los precios de electrodomésticos, lo que refleja un enfriamiento de la demanda interna en el tramo final del año.



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.

Mercados financieros

La Reserva Federal bajó tipos en 25 p. b. hasta el 3,50%-3,75% en la reunión de diciembre y situó el *fed funds* 175 p. b. por debajo de los niveles máximos alcanzados en 2023. El recorte de tipos se justificó en un contexto de cambios en el balance de riesgos de los dos mandatos de la Fed: aunque la inflación se mantiene elevada, el enfriamiento gradual de las condiciones del mercado laboral llevó al banco central a acercar los tipos de interés a niveles neutrales.

Tras haber recortado 75 p. b. en 2025, la Fed sugirió que se tomará una pausa. Destacó que este último recorte debería dar el soporte necesario al empleo, mientras que permite a la inflación regresar al objetivo, y que la postura actual de la política monetaria, con los tipos dentro de un rango que podría considerarse neutral, le permite «esperar y ver» cómo evoluciona la economía. De cara a 2026, las proyecciones de tipos de interés muestran una elevada dispersión, reflejo de las divisiones dentro del FOMC sobre la valoración de los riesgos. El participante mediano proyecta un recorte en 2026 y otro en 2027, pero los mercados anticipan dos bajadas el próximo año tras los comentarios de Powell que sugerían mayor preocupación por el mercado laboral que por la inflación (véase la [Nota Breve](#)).

El BCE mantendrá el *depo* en el 2,00%. Todo apunta a que, en su reunión del próximo 18 de diciembre, el BCE mantendrá los tipos de interés (los mercados dan un 99% de probabilidad a que deje el tipo *depo* en el 2,00%). Además, seguirá sin dar pistas sobre la evolución futura de su política monetaria, anclado en la estrategia de llegar a cada reunión con todas las opciones sobre la mesa y basar las decisiones en los datos y el estado del escenario económico. Esta estrategia combina una calibración «neutral» de la política monetaria (es decir, la visión de que los niveles actuales de los tipos de interés ni estimulan ni restringen la economía) con el valor de esperar y guardarse la bala de actuar solo si el escenario se decanta. Y es que las perspectivas económicas están rodeadas tanto de amenazas que podrían requerir una relajación monetaria (desaceleración de la economía mundial, persistente debilidad en la industria, desinflación importada, cambios de sentimiento inversor) como de riesgos que podrían hacer necesario un cierto endurecimiento (inercias en algunas partidas de la inflación, disrupciones en las cadenas de suministros, impulso fiscal en Alemania y aumento del gasto en defensa). Con todo, los últimos datos sugieren una mejora de las perspectivas de crecimiento a corto plazo y presiones mixtas sobre las previsiones de inflación, una combinación que ha generado un tono más *hawkish* entre algunos miembros del BCE, como Isabel Schnabel, y ha llevado a los mercados financieros a corregir su sesgo bajista para 2026: si hace unas semanas cotizaban un recorte de 25 p. b. (*depo* en el 1,75%) con una probabilidad del 30%, ahora le dan menos de un 10% de probabilidad e incluso apuntan a un aumento de tipos a finales de 2026 (*depo* en el 2,25%) con una probabilidad de alrededor del 20% (véase la [Nota Breve](#)).

Avances en las principales bolsas, en un contexto de resiliencia económica y repuntes de tipos en los tramos medios y largos. Así, tras el recorte de 25 p. b. de la Reserva Federal hasta el intervalo 3,50%-3,75%, los tramos largos de la curva soberana estadounidense repuntaron, mientras que los cortos caían (incluso tras anunciar la Fed compras de *T-bills* para reforzar la liquidez del mercado, lo que permitió cierto anclaje en el tramo corto) causando un apuntamiento de la pendiente. Este movimiento sugiere un incremento de la prima por plazo, toda vez que el riesgo de recesión en EE. UU. se ha disipado, pero diversos factores mantienen elevados los tipos largos (como presiones fiscales, incertidumbre sobre la inflación, impacto de la IA en productividad, etc.). En la eurozona, tras un inicio de semana con repuntes en los tramos cortos de las curvas soberanas, catalizados por unos comentarios *hawkish* de Schnabel, las rentabilidades lograron estabilizarse, aunque cerraron al alza en todos los tramos, mientras que los diferenciales periféricos prolongaron su tendencia de estrechamiento. Por otro lado, el Banco de Japón se prepara para subir tipos la próxima semana; en contraste, el Banco de Inglaterra apunta a un recorte, lo que refuerza la divergencia monetaria global. En divisas, la decisión de la Fed depreció al dólar: el índice DXY encadenó descensos y el EUR/USD avanzó hasta la zona de 1,175, apoyado en unas renovadas expectativas de un BCE algo más tensionador. Por otro lado, también el franco suizo y el yen se apreciaron con fuerza frente al dólar, en el caso del primero, tras mantener el banco central los tipos, evitando entrar en terreno negativo; en el caso del segundo, por las expectativas de próximas subidas de tipos del Banco Central de Japón. En renta variable, Europa cerró en positivo con el IBEX en máximos históricos impulsado por los bancos; en paralelo, en EE. UU., el S&P 500 y el Dow Jones marcaron récords, pero el Nasdaq cedió tras unos resultados de Oracle que mostraron un aumento de su inversión por encima de lo previsto, reavivando el debate sobre la sostenibilidad del gasto en IA. En materias primas, el petróleo prolongó las caídas hasta niveles próximos a 61 dólares por barril ante previsiones de exceso de oferta en 2026, mientras que la plata repuntó con fuerza, impulsada por una fuerte escasez de oferta y una demanda, tanto industrial como de inversores, creciente.

		11-12-25	5-12-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,10	2,08	2	-61	-79
	EE. UU. (SOFR)	3,73	3,74	-1	-58	-63
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,30	2,25	+4	-16	-12
	EE. UU. (SOFR)	3,54	3,50	+4	-64	-58
Tipos 2 años	Alemania	2,16	2,10	+6	8	14
	EE. UU.	3,54	3,56	-2	-70	-65
Tipos 10 años	Alemania	2,84	2,80	4	47	64
	EE. UU.	4,16	4,14	2	-41	-17
	España	3,29	3,26	3	23	41
	Portugal	3,15	3,11	4	31	51
Prima de riesgo (10 años)	España	45	46	-1	-24	-22
	Portugal	31	32	0	-17	-13
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		6.901	6.870	0,4%	17,3%	14,0%
Euro Stoxx 50		5.754	5.724	0,5%	17,5%	15,9%
IBEX 35		16.883	16.689	1,2%	46,3%	43,5%
PSI 20		7.994	8.198	-2,5%	25,3%	25,7%
MSCI emergentes		1.377	1.385	-0,6%	28,0%	23,7%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,174	1,164	0,8%	13,4%	12,1%
EUR/GBP	libras por euro	0,877	0,873	0,4%	6,0%	6,2%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,057	7,071	-0,2%	-3,3%	-2,9%
USD/MXN	pesos por dólar	18,051	18,171	-0,7%	-13,3%	-10,7%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		110,4	112,0	-1,4%	11,8%	11,5%
Brent a un mes	\$/barril	61,3	63,8	-3,9%	-17,9%	-16,5%
Gas n. a un mes	€/MWh	26,8	27,3	-1,7%	-45,2%	-37,4%

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

Datos previstos del 15 al 21 de diciembre de 2025

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato
15	 España	Compraventa de viviendas (interanual)	Octubre	-	3,8%
	 Eurozona	Producción industrial (interanual)	Octubre	-	1,2%
	 Japón	Tankan	4T	-	-
	 China	Producción industrial (interanual)	Noviembre	5,0%	4,9%
16	 China	Ventas minoristas (interanual)	Noviembre	2,9%	2,9%
	 España	Encuesta trimestral de coste laboral	3T	2,9%	2,9%
	 Eurozona	Avance PMI compuesto	Diciembre	-	52,8
	 EE. UU.	Avance PMI compuesto	Diciembre	-	54,2
	 Alemania	Sentimiento económico ZEW	Diciembre	40,0	38,5
	 EE. UU.	Ventas minoristas (mensual)	Octubre	0,3%	0,2%
	 EE. UU.	Desempleo	Noviembre	4,4%	4,4%
17	 Alemania	Ifo sentimiento empresarial	Diciembre	88,4%	88,1
18	 Eurozona	Comunicado del BCE	Diciembre	-	-
	 EE. UU.	IPC (interanual)	Noviembre	2,9%	3,0%
19	 España	Índice de producción del sector servicios	Octubre	-	-
	 Eurozona	Avance de confianza del consumidor	Diciembre	-	-14,2
	 Japón	IPC (interanual)	Noviembre	-	3,0%

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