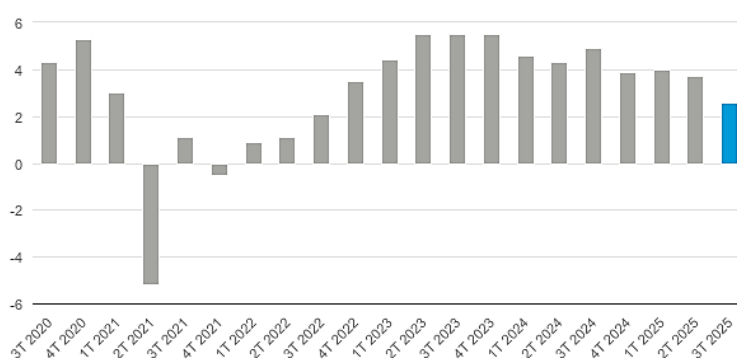


Economía española

El avance de los costes laborales en España continúa moderándose. Según la encuesta trimestral de coste laboral, el coste laboral por trabajador, con datos corregidos y desestacionalizados, aumentó un 3,0% interanual en el 3T (3,2% en el 2T), mientras que el coste laboral por hora efectiva de trabajo creció un 2,6% (3,7% anterior). Por otra parte, las vacantes no cubiertas en el mercado laboral aumentaron un 1,4% interanual hasta las 152.677 personas. El 88,3% de las vacantes se concentraron en el sector servicios, más de la mitad de las cuales vinculadas a la Administración pública y, en menor medida, a las actividades sanitarias. El incremento registrado en el último año se explica principalmente por el aumento de vacantes en la Administración pública y en la industria manufacturera, mientras que los descensos más acusados se dieron en la construcción y en las actividades administrativas.

España: coste laboral total por hora*

Variación interanual (%)

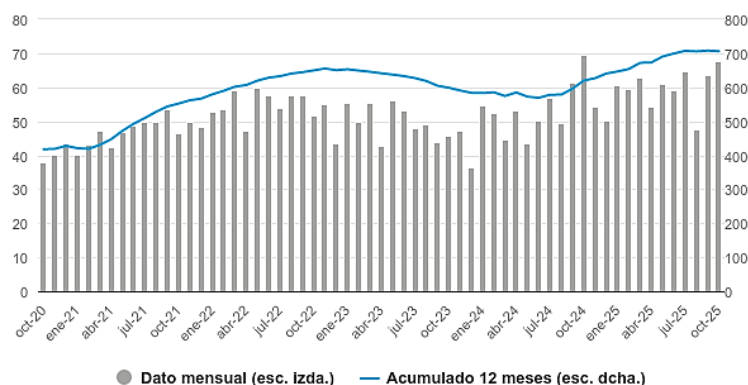


Nota: *Serie desestacionalizada y ajustada por efectos de calendario.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (ETCL).

Las compraventas de vivienda en España caen en octubre un 2,5% interanual, tras la leve recuperación del mes anterior (+3,8%). Las transacciones muestran una elevada volatilidad en los últimos meses, en parte por el efecto escalón en la comparación interanual, ya que se compara con los meses de reactivación del mercado residencial en 2024. Aun así, los signos de desaceleración son evidentes frente a las tasas de crecimiento de dos dígitos registradas en la primera mitad de este año. En el acumulado anual, se han cerrado unas 602.000 operaciones, lo que supone un incremento del 12,3% interanual y refleja la fortaleza de la demanda a pesar de la moderación reciente. Por tipología, destaca la caída en las operaciones de vivienda nueva (-12,0% en octubre), el primer descenso desde junio de 2024. Por comunidades autónomas, destacan los significativos retrocesos en mercados residenciales relevantes: Madrid, Canarias y Baleares lideran las caídas, con descensos del 11%-12% interanual.

España: compraventas de vivienda

Miles de viviendas



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

La actividad en el sector servicios en España mantiene un buen ritmo de crecimiento. El índice de producción del sector servicios, un indicador de volumen de la evolución de la actividad de los servicios de mercado, creció un 3,2% interanual en octubre, una cifra algo inferior a la del mes anterior (3,9%), pero que se mantiene en cotas elevadas. Por sectores, todos muestran crecimientos interanuales positivos, exceptuando el de hostelería, que retrocede un 0,8%; los sectores que crecen por encima de la tasa agregada incluyen actividades inmobiliarias (7,9%), venta y reparación de vehículos (7,5%), actividades administrativas (4,9%) y comercio al por menor (3,8%).

Se publica la estrategia del Tesoro español para 2026. La estrategia de financiación recoge que la emisión neta prevista para el próximo año es de 55.000 millones de euros, muy similar a la de 2025, y que será cubierta mediante instrumentos de medio y largo plazo con 50.000 millones y a través de Letras del Tesoro con 5.000 millones. Por su parte, la emisión bruta de deuda a medio y largo plazo, que añade las amortizaciones previstas, se elevará a 176.935 millones de euros, 5.600 millones más que en 2025. El coste medio de la nueva deuda en 2025 se situó en el 2,70%, una reducción de 46 p. b. frente a 2024, en línea con el descenso de los tipos de interés. Por su parte, el coste medio de la deuda en circulación se mantuvo en niveles contenidos, finalizando 2025 en el 2,31%, apenas 10 p. b. por encima del nivel de 2024.

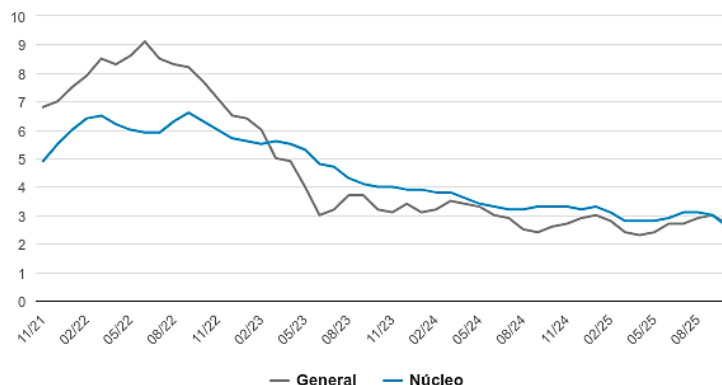
Economía internacional

La actividad de la eurozona se frena en el cierre del año. De hecho, el índice de clima empresarial PMI cayó en diciembre 0,9 puntos, hasta 51,9, superando por poco el umbral de 50 que apunta a crecimientos positivos de la actividad. Este resultado se explica por el nuevo deterioro de la actividad en el sector manufacturero (-0,4 puntos, hasta 49,2), que no termina de alcanzar el impulso necesario para recuperar ritmos de crecimientos positivos de forma sostenida, en un contexto en el que los servicios pierden empuje (-1,0 puntos, hasta 52,6). Pese a este tropiezo de final de año, el PMI de la eurozona registra un promedio en el 4T del 52,4 vs. 51,0 del 3T, compatible con tasas de crecimiento del PIB similares a las del 3T (en torno al 0,3% intertrimestral). Por países, destaca la recuperación en Francia del sector manufacturero en diciembre hasta máximos desde agosto de 2022 (+2,8 puntos, hasta 50,6), si bien no logra compensar la corrección en el sector servicios, condicionando que la actividad del conjunto de la economía se mantenga prácticamente estancada. En Alemania, las manufacturas vuelven a caer en diciembre y se alejan del umbral de 50, al tiempo que los servicios frenan su ritmo de avance, configurando un escenario de crecimientos muy modestos del conjunto de la economía. La situación de Alemania sigue siendo muy delicada, ya que parece que el aumento de gasto público proyectado no se está trasladando todavía a la actividad, como confirma el nuevo descenso en diciembre del índice Ifo de confianza empresarial (-0,4 puntos, hasta 87,6, siendo 100 el umbral que apunta a un crecimiento cercano a su media de largo plazo).

Los últimos datos macroeconómicos de EE. UU. dibujan un escenario de desinflación más rápido de lo previsto y una gradual pérdida de dinamismo del mercado laboral y señales de moderación del crecimiento a cierre de año. La inflación general cayó en noviembre hasta el 2,7% interanual (-0,3 p. p. frente a septiembre) y la núcleo hasta el 2,6% (-0,4 p. p.). La caída se explica principalmente por la moderación de los servicios —en particular la vivienda— y por la contención de los precios de los bienes, aunque el dato debe interpretarse con cautela ante los problemas de recolección de datos derivados del cierre del Gobierno federal y el inicio retrasado del trabajo de campo en noviembre (véase la [Nota Breve](#)). Los problemas de recolección de datos también pudieron estar presentes en los datos de empleo, que mostraron un aumento de la tasa de paro hasta el 4,6% en noviembre. Este incremento puede explicarse en buena medida por un aumento de la oferta laboral, con un mayor número de personas reentrando en el mercado de trabajo, más que por una destrucción significativa de empleo. En este sentido, en el conjunto de octubre y noviembre las nóminas privadas aumentaron en 121.000 efectivos, mientras que se perdieron 162.000 empleos públicos por un factor puntual: 150.000 son empleados federales que pasaron a la jubilación con el cierre del Gobierno federal. En agregado, en los dos meses del *shutdown* se habrían perdido 41.000 empleos. Finalmente, los PMI de diciembre confirman un crecimiento dinámico en el 4T, aunque con una moderación progresiva. Respecto a noviembre, el índice compuesto se moderó de 54,2 a 53, el de manufacturas de 52,2 a 51,8 y el de servicios de 54,1 a 52,9.

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

Los datos de actividad apuntan a una desaceleración de la economía china en el tramo final del año. La caída del crecimiento de las ventas minoristas al 1,3% interanual en noviembre (2,9% en octubre, 3,4% en el 3T), el peor registro desde la pandemia, confirma la debilidad de la demanda interna. Asimismo, a pesar del buen comportamiento de la demanda externa, en noviembre el crecimiento de la producción industrial se redujo al 4,8% interanual (4,9% en octubre, 5,8% en el 3T), el ritmo más lento desde el verano de 2024. Por su parte, la inversión fija en áreas urbanas cayó un 2,6% interanual hasta noviembre (-1,7% en el mes anterior), un mínimo histórico. A pesar de que la inversión manufacturera muestra señales de recuperación tras unos meses condicionados por una meteorología adversa, las caídas de la inversión en infraestructuras y del inmobiliario se profundizaron, lo que subraya las dificultades que afrontan estos sectores, en un entorno de una crisis inmobiliaria persistente, de ralentización del impulso fiscal y de una demanda interna que no acaba de coger fuerza. En este sentido, aunque el gasto público debería repuntar a principios de 2026, todo apunta a que el apoyo fiscal adicional será modesto, lo que anticipa un año de ralentización en la economía china.

Mercados financieros

El BCE, estable en buena posición, pero no necesariamente estático. En su reunión del 18 de diciembre, el BCE mantuvo los tipos de interés (*depo* en el 2,00%) en una decisión esperada, unánime y que refleja una política monetaria bien calibrada a un entorno incierto, con una actividad resiliente pero de crecimiento modesto, y una inflación en el objetivo pero con algunas inercias. Lagarde volvió a remarcar que la incertidumbre es elevada y argumentó que el BCE no puede comprometerse con ninguna senda futura de tipos, sino que debe seguir tomando decisiones «reunión a reunión», «según la evolución de los datos» y «con todas las opciones sobre la mesa». Con todo, el BCE presentó una visión más positiva de la economía en la actualización trimestral de su cuadro de previsiones: mejora el crecimiento previsto del PIB y dibuja una inflación más cerca del 2%. En concreto, el escenario del BCE prevé que la robustez del mercado laboral, la recuperación del poder adquisitivo y una reducción gradual de la tasa de ahorro de los hogares espoleen el consumo, mientras que la inversión y el gasto público en infraestructura y defensa también impulsarán el crecimiento. En cuanto a la inflación, el BCE destacó dinámicas dispares detrás de una inflación aparentemente estable alrededor del objetivo, contrastando la baja inflación en los precios de los bienes con una inflación de los servicios que ha aumentado en los últimos meses por unos salarios que han crecido más de lo esperado (si bien los datos y las proyecciones siguen apuntando a un enfriamiento salarial). En conjunto, la reunión reforzó la convicción de los mercados financieros en su apuesta por unos tipos del BCE estables en los próximos trimestres: tras la reunión, la probabilidad cotizada de que el *depo* baje al 1,75% o suba al 2,25% era inferior al 10% (véase la [Nota Breve](#)).

Previsiones económicas del Banco Central Europeo

	Diciembre de 2025				Revisión respecto a septiembre de 2025		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIB Var. anual (%)	0,9	1,4	1,2	1,4	0,2	0,2	0,1
Inflación general Var. anual (%)	2,4	2,1	1,9	1,8	0,0	0,2	-0,1
Inflación subyacente Var. anual (%)	2,8	2,4	2,2	1,9	0,0	0,3	0,1
Paro (% población activa)	6,3	6,3	6,2	6,1	-0,1	-0,1	0,0

















Fuente: CaixaBank Research, a partir de las previsiones del BCE.

La moderación de la inflación en EE. UU. impulsa el apetito por el riesgo. Aunque las expectativas de los inversores de recortes de tipos de la Fed no han variado tras conocerse el dato de noviembre, las rentabilidades soberanas sí cerraron la semana con descensos. En el caso de los *treasuries* de EE. UU., estos estuvieron asimismo presionados por diversas declaraciones de miembros del FOMC que podrían suceder a Powell, como Hasset, favorables a acometer recortes de tipos en los próximos meses. En la eurozona, la decisión del BCE de mantener los tipos sin cambios y revisar ligeramente al alza sus previsiones de crecimiento económico no tuvo un impacto significativo en la deuda soberana. Durante la semana, unos PMI algo más débiles de lo esperado en Francia y Alemania y diversas encuestas de sentimiento empresarial en Alemania (Ifo, ZEW), que también sorprendieron a la baja en su evaluación del momento actual, dibujan un año que cierra con algo menos de dinamismo que en los meses precedentes. En este contexto, los tipos soberanos alemanes cierran prácticamente planos, mientras que los diferenciales periféricos anotan otra semana de estrechamiento. En divisas, el euro se apreció en su tipo efectivo nominal, aunque principalmente por su apreciación frente a la GBP y al CHF, ya que cedió algo de terreno frente al dólar. El yen, por su parte, se apreció frente a sus principales pares antes de la reunión del Banco de Japón, que subió los tipos de interés en una decisión ampliamente descontada por el mercado. En cuanto a las bolsas, hasta conocerse el IPC de noviembre de EE. UU., la semana estuvo marcada por un aumento de la volatilidad y correcciones en el sector tecnológico estadounidense, ante las dudas por la sostenibilidad de la inversión en centros de datos, así como por la rotación sectorial. Los índices estadounidenses cierran la semana a la baja (con el Dow mostrando más debilidad que el Nasdaq), mientras que las bolsas europeas registran ganancias generalizadas, algo mayores en los países del sur de la eurozona, en gran parte por el buen desempeño del sector financiero. En el mercado de materias primas, el petróleo registró pérdidas por segunda semana consecutiva, ante las preocupaciones de exceso de oferta en los próximos meses, mientras que los metales preciosos siguieron registrando ganancias.

		18-12-25	12-12-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,04	2,08	-5	-68	-80
	EE. UU. (SOFR)	3,70	3,71	-1	-61	-64
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,26	2,29	-3	-20	-21
	EE. UU. (SOFR)	3,46	3,49	-3	-72	-75
Tipos 2 años	Alemania	2,14	2,15	-1	6	9
	EE. UU.	3,46	3,52	-6	-78	-86
Tipos 10 años	Alemania	2,85	2,86	-1	48	54
	EE. UU.	4,12	4,18	-6	-45	-44
	España	3,28	3,31	-3	22	27
	Portugal	3,14	3,17	-3	29	35
Prima de riesgo (10 años)	España	43	45	-2	-26	-27
	Portugal	29	32	-2	-19	-19
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		6.775	6.827	-0,8%	15,2%	15,5%
Euro Stoxx 50		5.742	5.721	0,4%	17,3%	17,7%
IBEX 35		17.133	16.854	1,7%	48,5%	49,8%
PSI 20		8.128	8.001	1,6%	27,5%	29,2%
MSCI emergentes		1.358	1.390	-2,3%	26,3%	25,6%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,172	1,174	-0,2%	13,2%	13,1%
EUR/GBP	libras por euro	0,876	0,878	-0,2%	5,9%	5,7%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,041	7,055	-0,2%	-3,5%	-3,5%
USD/MXN	pesos por dólar	17,997	18,012	-0,1%	-13,6%	-11,4%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		108,1	109,0	-0,8%	9,5%	12,0%
Brent a un mes	\$/barril	59,8	61,1	-2,1%	-19,9%	-17,9%
Gas n. a un mes	€/MWh	27,7	27,7	-0,1%	-43,4%	-35,8%

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

Datos previstos del 22 de diciembre de 2025 al 11 de enero de 2026

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato	
22		España	Comercio exterior de bienes	Octubre	-	-5.968 mil
23		España	Desglose del PIB (interanual)	3T	-	2,8%
		España	Proy. macroeconómicas Banco de España	4T	-	-
		España	Créditos, depósitos y morosidad	3T	-	-
		EE. UU.	Avance del PIB (interanual)	3T	3,1%	3,8%
		EE. UU.	Producción industrial (mensual)	Noviembre	0,1%	0,1%
		EE. UU.	Confianza del consumidor	Diciembre	91,4	88,7
26		España	Créditos, depósitos y morosidad	Octubre	-	-
30		España	Avance del IPC (interanual)	Diciembre	-	3,0%
		España	Ventas minoristas (interanual)	Noviembre	-	4,4%
		EE. UU.	Case-shiller (interanual)	Octubre	-	1,36%
31		EE. UU.	Actas del FOMC	Diciembre	-	-
		China	PMI manufacturas	Diciembre	-	49,2
2		España	PMI manufacturas	Diciembre	-	51,5
		España	Entrada de turistas extranjeros	Noviembre	-	-
5		España	PMI servicios	Diciembre	-	55,6
		España	Afiliados a la S. S. y paro registrado	Diciembre	-	-
7		España	Crédito de nueva concesión	Noviembre	-	-
		Eurozona	Avance del IPC (interanual)	Diciembre	-	2,1%
8		Eurozona	Índice de sentimiento económico	Diciembre	-	97,0
		Eurozona	Paro	Noviembre	-	6,4%
9		España	Producción industrial (interanual)	Noviembre	-	1,2%
		España	Cuentas financieras	3T	-	-
		Eurozona	Ventas minoristas (interanual)	Noviembre	-	1,5%
		EE. UU.	Desempleo	Diciembre	-	4,6%
		China	IPC (interanual)	Diciembre	-0.2%	-0.4%

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



Nota: *El próximo *Pulso Económico* se publicará el viernes 9 de enero de 2026. Hasta entonces, os deseamos unas felices fiestas.

PULSO ECONÓMICO es una publicación de CaixaBank Research, que contiene informaciones y opiniones que proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank Research y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.