



Asset Management

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 15 al 19 de septiembre de 2025

Madrid, 15 de septiembre de 2025



Mejor Equipo de Asset
Allocation y Multiactivos
en Gestora Nacional 2025



Mejor Equipo de
Sostenibilidad en
Gestora Nacional 2025



Mejor Selector/a de fondos
Patricia Gutiérrez



Firmante de los
UNPRI



Firmante The Net
Zero Asset Managers

Monitor de Mercado

		INDICES RENTA VARIABLE					
		Actual	Día	Ult. 7 días	MTD	YTD	Ult. 12 mes.
EUROPA	MSCI Europe	185,4	-0,08%	0,97%	0,89%	9,15%	8,94%
	EUROSTOXX 50	5.390,7	0,07%	1,36%	0,73%	10,10%	13,17%
	UK	9.283,3	-0,15%	0,82%	1,04%	13,58%	13,29%
	ALEMANIA	23.698,2	-0,02%	0,43%	-0,85%	19,03%	29,28%
	FRANCIA	7.825,2	0,02%	1,96%	1,58%	6,02%	5,79%
	ESPAÑA	15.308,2	-0,09%	3,08%	2,49%	32,02%	35,72%
	ITALIA	42.566,4	0,32%	2,30%	0,88%	24,51%	28,31%
USA	S&P 500	6.584,3	-0,05%	1,59%	1,92%	11,95%	18,55%
	S&P 100	3.275,9	0,23%	1,96%	2,51%	13,34%	22,56%
	NASDAQ	22.141,1	0,44%	2,03%	3,20%	14,66%	27,28%
	DOW JONES	45.834,2	-0,59%	0,95%	0,64%	7,73%	12,17%
JAPÓN	NIKKEI	44.768,1	0,89%	4,07%	4,80%	12,22%	25,68%
EMERGENTES (*)	GLOBAL	670,3	1,00%	3,43%	4,53%	5,61%	16,52%
	EUROPA	52,9	-0,53%	0,23%	1,44%	30,33%	32,02%
	ASIA	530,7	1,71%	5,37%	6,69%	14,93%	31,27%
	LATAM	2.113,6	-0,06%	1,66%	3,06%	18,07%	6,49%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.252,6	-0,06%	1,46%	1,79%	14,69%	18,83%

		MATERIAS PRIMAS					
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Petróleo	67,0	0,93%	2,27%	-1,66%	-10,25%	-5,13%	
Oro	3643,1	0,25%	1,57%	5,66%	38,81%	45,04%	
Metales	136,7	0,20%	3,01%	3,55%	6,73%	12,78%	

		TIPOS DE INTERÉS				
		USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses	4,02	1,96	1,72	4,10	0,45	
1 Año	3,65	2,04	1,93	3,93	0,70	
3 Años	3,53	2,26	2,09	3,96	0,93	
5 Años	3,63	2,53	2,31	4,10	1,14	
10 Años	4,06	3,29	2,72	4,67	1,59	
30 Años	4,68	4,15	3,30	5,50	3,22	

		BONOS					
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Monetario	154,3	0,00%	0,04%	0,07%	1,62%	2,71%	
Crédito	245,7	-0,12%	-0,01%	0,22%	2,58%	3,88%	
Gobiernos	713,8	-0,28%	-0,05%	0,34%	0,28%	0,02%	
RF Emergente	1250,0	-0,21%	0,43%	0,84%	-1,71%	3,69%	
High Yield	389,3	0,03%	0,19%	0,22%	4,24%	7,26%	

		DIVISAS					
		Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Eur/Dólar	1,17	0,00%	0,15%	0,41%	13,33%	6,56%	
Eur/Yen	173,27	0,30%	0,31%	0,82%	6,44%	10,52%	
Eur/Libra	0,87	0,09%	-0,24%	-0,03%	4,57%	2,48%	

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre 12-sep.-25

Cierre Semanal

La última semana continuó viéndose afectada por la fricción entre la política y los bancos centrales. En Estados Unidos, Europa, Reino Unido y Japón, las decisiones de los actores políticos condicionaron el margen de maniobra de los bancos centrales y, con ello, el pulso de los mercados. No fue una semana de grandes giros de política, pero sí de señales que, sumadas, dibujan un tablero más dependiente de la coyuntura política de lo que muchos inversores desearían.

En Estados Unidos, el debate sobre la independencia de la Reserva Federal salió del plano teórico y se convirtió en suceso jurídico y parlamentario. Por un lado, un tribunal de distrito en Washington concedió una medida cautelar preliminar que impide el cese de la gobernadora Lisa Cook, tras considerar insuficiente la causa esgrimida para su destitución y cuestionar la forma en que se intentó consumar el despido. El Departamento de Justicia apeló de inmediato y pidió acelerar la revisión, de modo que no sabemos todavía si Cook se sentará a la mesa en la reunión de la Fed del próximo miércoles. Por otro, el Senado aceleró el proceso para confirmar a Stephen Miran como sustituto de Adriana Kugler; su incorporación podría llegar a

tiempo para votar esta semana. Más allá del nombre, lo que inquieta a los mercados es la voluntad declarada de mantener vínculos estrechos con la Casa Blanca, una línea borrosa que alimenta la percepción de injerencia política en la toma de decisiones del banco central.

Al margen de este ruido institucional, los datos inclinaron la balanza decisivamente hacia un recorte de tipos en Estados Unidos. Los precios de agosto no depararon grandes sorpresas y, en general, alejaron los temores de que los aranceles estén disparando la inflación. En el frente laboral, las solicitudes iniciales de subsidio por desempleo repuntaron en 27.000, en buena medida por un aumento idiosincrático en Texas, mientras que la Oficina de Estadísticas Laborales adelantó unas revisiones que recortan sensiblemente el crecimiento del empleo entre abril de 2024 y marzo de 2025. El cuadro que emerge es el de una desinflación que avanza a trompicones y de un mercado laboral que se enfría progresivamente.

Con ese telón de fondo, los mercados cerraron la semana asignando algo más de un cuarto de punto de bajadas para la reunión de septiembre, dejando un pequeño "riesgo de cola" de un recorte de 50 puntos básicos. El escenario central sigue siendo un recorte de 25 puntos hasta un rango del 4,25%-4,50%, con la proyección de un total de tres recortes de 25 puntos básicos entre septiembre y diciembre y un ritmo mucho más comedido en 2026. Mucho más que la bajada de tipos, que ya se da por segura, la clave será el tono que adopte el presidente Powell.

En la eurozona, el Banco Central Europeo optó por mantener tipos, y el foco se desplazó a Francia. La inestabilidad política y la erosión de la credibilidad fiscal volvieron al primer plano: a la caída del gobierno de François Bayrou le siguió el nombramiento de Sébastien Lecornu como primer ministro, una apuesta de continuidad que deberá articular un presupuesto menos contractivo para sumar apoyos en la Asamblea Nacional. La tensión se reflejó en el mercado: por momentos, el diferencial de los bonos franceses frente a los alemanes llegó a superar al de Italia, un símbolo de cómo ha cambiado la percepción de riesgo. El golpe final lo dio la agencia Fitch al degradar la calificación soberana de Francia a A+, un movimiento que endurece el examen al que quedará sometido el nuevo presupuesto. En su rueda de prensa, Christine Lagarde evitó pronunciarse sobre asuntos nacionales, pero recordó que el BCE cuenta con herramientas para atajar tensiones de mercado si fuese necesario.

El Reino Unido vivió una semana de transición antes de la reunión del Banco de Inglaterra. Más que el tipo oficial, que es probable que se mantenga sin cambios, la discusión se centra en el ritmo de la reducción del balance de la institución. Todo ello, además, se entrelaza con el Presupuesto de Otoño: una consolidación apoyada en subidas de impuestos con efecto inflacionista complicaría la tarea de aflojar la política monetaria, mientras que un plan creíble de gasto e ingresos facilitaría la bajada del coste del dinero.

En Japón, la política se movió bajo los pies del Banco de Japón. La dimisión del primer ministro Ishiba abrió una carrera de liderazgo en el Partido Liberal Democrático que puede desembocar en un nuevo jefe de gobierno elegido por la Cámara Baja. Con Sanae Takaichi y Shinjiro Koizumi como favoritos, el banco central tiene pocos incentivos para alterar el rumbo en medio del ruido: lo razonable es que mantenga la tasa en el 0,5% y deje sin cambios su orientación, enfatizando un enfoque de espera mientras evalúa el impacto de las nuevas tarifas comerciales sobre beneficios corporativos y salarios.

China, por último, volvió a ofrecer un panorama mixto. Los precios ofrecieron señales de distinto signo, mientras que la nota preocupante llegó por el frente externo: las exportaciones crecieron solo un 4,4% interanual y los envíos a Asia y Europa ya no compensan la caída de las exportaciones a Estados Unidos. Si el impulso exportador flaquea, la economía perderá uno de los contrapesos que venía compensando la debilidad de la demanda interna.

En este sentido, en la madrugada del lunes, los datos de agosto confirmaron un enfriamiento más acusado de lo previsto en la economía china, con una caída de ritmo tanto en la producción industrial (5,2% interanual, mínimo desde agosto de 2024) como en las ventas minoristas (3,4% frente al 3,7% anterior) y, sobre todo, en la inversión en activos fijos, que se desplomó al 0,5%, su peor lectura en un periodo comparable desde 2020. El retroceso afecta a múltiples sectores —manufacturas, infraestructuras, vivienda— y refleja debilidad estructural más que choques temporales. Las cifras ponen en duda la posibilidad de cumplir con el objetivo oficial de crecimiento del 5% sin un nuevo estímulo fiscal o monetario de calado, elevando las expectativas de actuación por parte del Banco Popular de China.

En suma, una semana que confirmó que la macro sigue mandando, pero la política marca el compás. Entre la aritmética parlamentaria en París, los pulsos legales en Washington, el presupuesto en Londres y la sucesión en Tokio, los bancos centrales navegan un canal más estrecho. La próxima entrega, con la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra en escena, dirá hasta dónde llega ese margen.

Renta Variable

Semana de continuidad para la renta variable y, sobre todo, de consolidación del relato de “Ricitos de Oro”: la confianza en que la Reserva Federal reanudará la flexibilización monetaria la próxima semana, unida a la percepción de que la inflación no está repuntando de forma significativa y a una actividad que resiste pese al enfriamiento del empleo, volvió a alimentar el apetito por riesgo. Ese cóctel se notó especialmente en Estados Unidos, donde los principales

Índices renovaron máximos históricos y lideraron las subidas globales. El S&P 500 avanzó un 1,59% en la semana y el Nasdaq sumó un 2,03%, mientras que el Dow Jones, más cíclico y menos expuesto a tecnología, quedó rezagado con un 0,95%.

En términos de estilos, la fotografía fue nítida: el “growth” superó con amplitud al “value”, empujado por el renovado tirón de los “Siete Magníficos” y por la fiebre por la inteligencia artificial, que recibió un nuevo catalizador tras los resultados de Oracle. Ese anuncio reavivó el tema de inversión de la IA desde los centros de datos hasta la nube y los semiconductores, a la vez que reforzó el segundo pilar de la tesis —la demanda eléctrica—, con las utilities entre los sectores más aplaudidos de la semana.

Europa acompañó con tono positivo, aunque a menor ritmo. El MSCI Europe avanzó un 0,97% en los últimos siete días y el EuroStoxx 50, un 1,36%, con Francia e Italia destacados y Alemania a la zaga. España brilló con un 3,08% semanal, manteniendo el liderazgo regional con un rendimiento anual superior al 32%, gracias a los buenos resultados publicados por Inditex. La lectura regional casa con la narrativa global: donde hay más exposición a crecimiento secular y a la cadena de valor tecnológica, los avances fueron mayores; donde pesa más la industria cíclica clásica, el movimiento fue más tibio.

En Asia desarrollada, Japón vivió una semana muy dinámica: el Nikkei rebotó un 4,07% y acumula un 4,80% en el mes, apoyado por la mejora del sentimiento global y la tracción de valores ligados a tecnología. En emergentes, el tono fue aún más contundente en Asia, con el subíndice regional ganando un 5,37% en la semana, mientras el agregado global de emergentes subió un 3,43%. En conjunto, el MSCI Mundial se apreció un sólido 1,46%, marcando también nuevos máximos históricos.

La clave de fondo es que el mercado continúa comprando un aterrizaje suave: inflación que sigue desescalando, pero no tan deprisa como para sugerir debilidad; crecimiento que afloja, pero no lo suficiente como para cuestionar los beneficios; y una Fed que volverá a recortar tipos y mantendrá al mercado soportado frente a riesgos a la baja. En ese entorno, los segmentos de mayor duración —tecnología, comunicación, consumo discrecional de calidad— retoman el liderazgo y arrastran al conjunto, mientras los sectores más vinculados al ciclo tradicional avanzan, pero con menor decisión. La fortaleza de las utilities ilustra bien cómo la tesis de IA se está ampliando: ya no es solo computación y chips; también es infraestructura energética para alimentar centros de datos y redes, con implicaciones de inversión que el mercado está empezando a descontar.

Puede llegar un punto en que el mercado se preocupe más por el impacto en crecimiento, pero por ahora la analogía con el periodo 1998/99 sigue vigente: entonces, tres recortes de la Fed

en 1998 impulsaron subidas amplias y generalizadas. En síntesis, los factores nuevos que refuerzan el optimismo son la mayor confianza en varios recortes consecutivos de la Fed y la nueva palanca energética relacionada con el despliegue de la IA. Los frentes a vigilar son unas valoraciones exigentes en EE. UU. y señales mixtas de crecimiento y el riesgo político en Europa.

Renta Fija

La renta fija cerró la semana con un tono menos claro de lo que parecía a mitad de periodo. Hasta el jueves, las rentabilidades soberanas en EE. UU. y Alemania se habían relajado de forma consistente, apoyadas en unos datos macro que reforzaban las expectativas de un recorte de tipos por parte de la Fed la próxima semana: el repunte del IPC fue moderado y en línea con lo previsto, los precios mayoristas sorprendieron a la baja y las peticiones semanales de desempleo repuntaron, todo ello alimentando la narrativa de que la política monetaria tiene margen para flexibilizarse.

Sin embargo, el Treasury a 10 años rebotó hasta el 4,06% en la sesión del viernes, después de haberse acercado al umbral del 4% en jornadas anteriores, mientras que el bund alemán escaló hasta el 2,71%, desde el 2,66% de viernes anterior. Los diferenciales entre EE. UU. y Alemania se redujeron durante la semana, favorecidos por la percepción de un BCE más estable en su política de tipos. Las primas de riesgo de Italia y España mostraron un leve estrechamiento, en un contexto de cierta calma relativa, aunque la prima francesa repuntó de forma adicional.

En síntesis, la semana nos dejó un comportamiento plano en los precios de los bonos soberanos europeos, ya que la subida de rentabilidad del bono alemán fue compensada por el recorte de las primas de riesgo periféricas. El crédito corporativo también mostró pocos cambios semanales, aunque el "high yield" consiguió repuntar un 0,2% semanal.

Materias primas

Las materias primas cerraron la semana con un sesgo positivo, apoyadas en el mejor tono del apetito por riesgo global. El petróleo repuntó un 2,3% en los últimos siete días hasta los 67 dólares, aunque en el balance mensual y anual sigue acumulando pérdidas significativas, reflejo de la debilidad de la demanda y de un mercado bien abastecido. El oro extendió su rally con un avance semanal del 1,6%, impulsado por la expectativa de tipos más bajos en EE. UU.

y consolidando un impresionante 39% de revalorización en el año. Los metales industriales también se sumaron a las subidas, con un 3% semanal y más de un 6% en lo que va de ejercicio, apoyados en la resiliencia de la actividad global y en la demanda asociada al despliegue de nuevas tecnologías.

Divisas

El mercado de divisas cerró la semana con movimientos muy contenidos. El euro se mantuvo prácticamente estable frente al dólar en 1,17, acumulando una ligera ganancia semanal del 0,15% y extendiendo su apreciación anual hasta el 13,3%. Frente al yen, la moneda única avanzó un 0,3% en la semana. En cambio, el cruce con la libra fue el más débil, con una caída semanal del 0,24% que deja al euro en 0,87. En conjunto, una semana tranquila en el mercado de divisas, con el euro sosteniéndose frente al dólar y el yen, pero mostrando algo más de fragilidad ante la libra.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

Los datos macroeconómicos europeos depararon sorpresas de distinto signo, pero en general la región sigue estancada en términos económicos, sin que se vislumbre todavía una salida clara a la situación.

En el mundo de las encuestas, el índice de confianza del inversor en la eurozona se deterioró en septiembre, al pasar de los -3,7 a los -9,2 puntos, bastante por debajo de los -2,0 puntos que esperaban los expertos.

Los datos de actividad real, por su parte, arrojaron lecturas de distinto signo. Así, la producción industrial de julio en España decepcionó al mercado con un retroceso del -0,5% mensual, cuando se había estimado una bajada más modesta, del -0,2%. En contraste, la producción industrial italiana sorprendió al alza, con un avance del 0,4% en julio, cuando se esperaba una marginal subida del 0,1%. También en Alemania la producción industrial de julio sorprendió positivamente con un incremento del 1,3% mensual, superando las previsiones y marcando el primer avance desde marzo. El repunte estuvo impulsado por la maquinaria y el equipamiento, lo que ofrece un respiro a un sector que ha sido el principal lastre de la mayor economía europea en los últimos trimestres. La revisión de los datos de junio, con una caída de apenas el 0,1% frente al 1,9% inicialmente publicado, también suaviza la percepción de debilidad acumulada. Por último, la producción industrial francesa retrocedió un -1,1% en julio,

superando ligeramente las expectativas de los analistas, que habían pronosticado un descenso del -1,4%.

En el ámbito de la política monetaria, el BCE dejó el tipo de depósito sin cambios en el 2,0%, como había sido ampliamente anticipado y reiteró que sus decisiones seguirán siendo dependientes de los datos, sin comprometerse con pasos futuros. Christine Lagarde insistió en que la inflación está “donde queremos que esté”, aunque reconoció un contexto inusualmente incierto por las tensiones comerciales. Esta comunicación llevó a los mercados a interpretar que el ciclo de recortes podría haber terminado. Sin embargo, las nuevas previsiones del BCE proyectan una inflación ligeramente por debajo del objetivo en 2027, mientras se intensifican los efectos de los aranceles de EE. UU., lo que mantiene abierta la posibilidad de un último recorte en diciembre si el enfriamiento de la economía se hace más evidente.

En Reino Unido, el PIB se estancó en julio, en línea con lo previsto, tras el repunte del 0,4% en junio. El ligero avance en servicios y construcción apenas compensó la caída de la producción industrial, lastrada por manufacturas ligadas a la demanda estadounidense, como electrónica y farmacéutica.

En cuanto a los datos finales del IPC armonizado de agosto, no depararon sorpresas al mercado y se confirmaron las lecturas preliminares. De esta forma, la inflación alemana se situó en el 2,1% interanual, la francesa en el 0,8% y la española en el 2,7%.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

En Estados Unidos, los datos publicados continúan avalando que estamos ante una economía que se desacelera, mientras que no se observan presiones inflacionistas significativas relacionadas con los aranceles.

En cuanto a los indicadores adelantados, la confianza del consumidor medida por la Universidad de Michigan cayó en septiembre al nivel más bajo desde mayo, reflejo de un mayor pesimismo sobre el mercado laboral y las finanzas personales. El índice preliminar descendió hasta los 55,4 desde los 58,2 en agosto, con una notable subida de las expectativas de inflación a largo plazo, que alcanzaron el 3,9% frente al 3,5% previo. El sondeo mostró un aumento significativo en la percepción de riesgo de pérdida de empleo, a la vez que los hogares se sienten presionados por el encarecimiento persistente de bienes básicos como alimentos y gasolina. Sin embargo, el índice de confianza de las pequeñas empresas pasó de 100,3 a 100,8

puntos, algo por encima de los 100,5 puntos esperados por el consenso, gracias a unas mejores expectativas de ventas futuras.

Los precios fueron los absolutos protagonistas de la semana macroeconómica estadounidense. En este sentido, el índice de precios de producción registró en agosto un descenso del -0,1% respecto a julio y un avance interanual del 2,6%. El dato sorprendió a los analistas, que habían esperado un repunte del 0,3% mensual y del 3,3% interanual. La caída se explicó en gran medida por un retroceso en los márgenes de distribución mayorista y minorista, que compensó el incremento en bienes excluyendo energía y alimentos. Pese a las presiones derivadas de los aranceles, muchas compañías optaron por contener los precios para no deteriorar la demanda.

Por otra parte, el IPC de agosto mostró un repunte algo mayor al previsto en el dato general, con un avance mensual del 0,4% que elevó la tasa interanual al 2,9%, frente al 2,7% de julio. La inflación subyacente se mantuvo más estable, con un 0,3% mensual y un 3,1% interanual, en línea con las expectativas. Sin embargo, los indicadores favoritos de la Fed, como la tasa “supercore” sin vivienda, se moderaron respecto a julio, sugiriendo que el traspaso de los aranceles no está generando una espiral generalizada de precios.

Por último, las solicitudes iniciales de subsidio por desempleo repuntaron con fuerza hasta las 263.000, el nivel más alto desde 2021 y muy por encima de lo esperado. El aumento se concentró en Texas, lo que sugiere un shock localizado más que un deterioro generalizado del mercado laboral.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

Los datos de inflación de agosto en China ofrecieron señales mixtas. El índice de precios de producción moderó su caída hasta el -2,9% interanual, la menor en seis meses, apuntando a un incipiente alivio en la deflación industrial. Sin embargo, el IPC volvió a terreno negativo, con una lectura del -0,4% interanual, arrastrado por la fuerte caída de los alimentos. En contraste, el IPC subyacente avanzó hasta el 0,9%, máximo de 18 meses. Los datos de actividad de agosto, por otra parte, ya han sido abordados en el comentario de apertura del presente informe.

Catalizadores Semanales

La semana que comienza vendrá marcada por la política monetaria. La atención se centrará en la Reserva Federal, de la que se espera un recorte de 25 puntos básicos. El Banco de Inglaterra, en cambio, mantendría los tipos sin cambios, en un contexto de crecimiento débil y de inflación aún elevada. En Asia, el banco central de Japón optará previsiblemente por la estabilidad, mientras que, en América Latina, Brasil también mantendrá su política monetaria. En el frente macro, los datos de ventas minoristas en EE. UU. apuntarán a una moderación del consumo.

En España:

- **Costes laborales unitarios del segundo trimestre de 2025 (16-sep).** El primer trimestre mostró una fuerte corrección de los costes laborales en España (-4,1% trimestral, -6,2% en salarios), tras el repunte excepcional de finales de 2024. Este patrón refleja la marcada estacionalidad de la estadística, con picos en el cuarto trimestre y ajustes posteriores en el primero del año siguiente. Para el segundo trimestre de 2025 cabe esperar un rebote positivo, siguiendo la tónica de los últimos años: en 2024 el incremento fue del 5% en costes y del 6,7% en salarios, y en 2023 se observó un comportamiento similar. Sectores con alta volatilidad —energía, construcción, hostelería— deberían liderar la recuperación, al calor de la mayor actividad estival y la incorporación de pagos extraordinarios. Así, es razonable anticipar un segundo trimestre con variaciones de nuevo en terreno positivo, probablemente en un rango cercano al 4%-6% trimestral en los costes totales, lo que devolvería la tendencia al alza en línea con la media de la serie.

En Europa:

- **Encuesta ZEW de sentimiento inversor de septiembre en Alemania (16-sep).** La encuesta ZEW de confianza inversora en Alemania será un test clave sobre cómo perciben los analistas y gestores la situación de la primera economía europea en un momento de debilidad exportadora y creciente incertidumbre política. Tras varios meses de mejoras, el riesgo es que el indicador muestre un freno en el optimismo, en línea con los datos que apuntan a un retroceso de las ventas exteriores y a una actividad manufacturera todavía deprimida. Aun así, la expectativa de que la inflación de la eurozona se mantenga próxima

al objetivo del 2% podría sostener el componente de expectativas, aunque con un tono menos expansivo que en trimestres anteriores. El consenso espera un dato de 26,3 puntos, desde los 34,7 anteriores.

- **Producción industrial de julio en la eurozona (16-sep).** La producción industrial de la eurozona en julio previsiblemente reflejará un ligero avance del 0,3% mensual, tras la caída registrada en junio. El dinamismo alemán será el principal contribuidor al dato para el conjunto de la eurozona. Sin embargo, el sector sigue afectado por la debilidad de la demanda externa —agravada por los aranceles estadounidenses— y por un entorno de inversión más moderado, mientras que los servicios continúan mostrando mayor resiliencia. Esto confirmaría que la eurozona avanza hacia un patrón de expansión muy débil, apoyada casi en exclusiva en el consumo interno y con una contribución negativa del sector exterior.
- **Lectura final del IPC de agosto en la eurozona (17-sep).** La lectura final del IPC de agosto en la eurozona debería confirmar una inflación cercana al objetivo del 2% (consenso en el 2,1% interanual), con pocos cambios frente al dato preliminar. Más allá del titular, el interés estará en los detalles de la subyacente: los indicadores preferidos para medir presiones internas apuntan a una desinflación que se ha ralentizado en los últimos meses, coherente con costes domésticos aún elevados. En servicios, la tasa habría bajado ligeramente al 3,1% desde el 3,2% de julio, en línea con una normalización gradual de los salarios. Para el BCE, el cuadro avala mantener el sesgo de espera: la inflación está casi en meta, pero la persistencia de componentes ligados a la demanda interna aconseja prudencia sobre el calendario de nuevas bajadas de tipos.
- **Reunión de política monetaria del Banco de Inglaterra (18-sep).** La reunión del Banco de Inglaterra será uno de los focos de la semana. El consenso apunta a que la entidad mantendrá los tipos sin cambios en el 4%, tras haber endurecido el tono en su último encuentro ante la preocupación por una inflación que sigue siendo elevada y difícil de doblegar. La economía británica da señales de enfriamiento —con un PIB estancado en julio y un mercado laboral que se modera—, pero para la mayoría de consejeros la prioridad inmediata sigue siendo asegurar que las expectativas de precios se mantienen ancladas. El mensaje clave será, por tanto, que la dirección de los tipos es a la baja, aunque el calendario de futuros recortes es incierto y dependerá en gran medida de las próximas lecturas de inflación y salarios. Además, el mercado estará pendiente de cualquier indicación sobre el ritmo de reducción del balance, que previsiblemente se ralentizará tras un año de ventas por importe de 100.000 millones de libras.

En EE.UU.:

- **Encuestas manufactureras de Nueva York y de la Fed de Filadelfia de septiembre (15/18-sep).** Las encuestas manufactureras de septiembre en EE. UU. apuntan a un tono más débil tras el repunte de agosto. El índice Empire State de Nueva York se moderaría hasta los 5 puntos desde los 11,9, corrigiendo parte de la volatilidad reciente y alineándose mejor con las condiciones nacionales y regionales. Por su parte, la encuesta de la Fed de Filadelfia se mantendría prácticamente plana, en torno a cero, después de un dato ligeramente negativo en agosto. En conjunto, ambos indicadores reflejan una industria todavía frágil, con una actividad que se estabiliza en niveles bajos y que confirma que la manufactura sigue siendo uno de los eslabones más vulnerables de la economía estadounidense en el actual contexto de aranceles y demanda global más débil.
- **Ventas minoristas del mes de agosto (16-sep).** Las ventas minoristas de agosto en EE. UU. habrían crecido un 0,3% mensual, por debajo del 0,5% registrado en julio, con una clara moderación atribuida al menor dinamismo en la venta de automóviles. Del mismo modo, la medida de control —que excluye categorías más volátiles y es la que mejor refleja la evolución del consumo privado en el PIB— habría avanzado un 0,4% tras el 0,5% del mes anterior. En términos reales, tanto las ventas totales como las del grupo de control se habrían mantenido planas, lo que confirma que el consumo de los hogares empieza a enfriarse, en parte por el efecto de los aranceles y por un mercado laboral menos dinámico.
- **Producción industrial del mes de agosto (16-sep).** La producción industrial de EE. UU. en agosto habría caído un 0,1% mensual, encadenando así otro mes de debilidad. El descenso se habría concentrado en la manufactura, con un retroceso estimado del 0,2% tras mantenerse estable en julio, reflejo de una menor utilización de horas trabajadas en el sector y de la fragilidad de la demanda de bienes. El impacto de la huelga en Boeing añadió un pequeño lastre adicional, aunque de alcance limitado. El componente energético actuó como amortiguador, ya que la generación eléctrica se situó por encima de lo habitual para esta época del año. En conjunto, los datos sugieren que la industria sigue en una fase de estancamiento, con la producción real mostrando escasa tracción pese al repunte observado en algunos indicadores adelantados como el ISM.
- **Construcciones iniciales de viviendas y permisos de construcción del mes de agosto (17-sep).** En agosto, la construcción de viviendas en EE. UU. habría retomado la senda bajista tras el repunte del mes anterior. Se estima que los inicios de vivienda descendieron hasta 1,37 millones de unidades anualizadas desde 1,43 millones en julio, reflejando el freno de la demanda por el elevado nivel de precios y las dificultades de accesibilidad. Los permisos de construcción se habrían mantenido prácticamente estables, señal de que los

promotores siguen cautos a la hora de iniciar nuevos proyectos. El exceso de inventario, con un número creciente de viviendas terminadas pero sin vender, junto con la debilidad en el tráfico de compradores y las ventas previstas a seis meses, siguen pesando sobre la actividad. La tendencia apunta a un mayor peso relativo de proyectos multifamiliares y de menor tamaño, en respuesta a las limitaciones de asequibilidad en el segmento unifamiliar.

- **Reunión de política monetaria de la Reserva Federal (17-sep).** La reunión de la Reserva Federal del 16-17 de septiembre se perfila como el gran evento de la semana. El consenso da por hecho un recorte de 25 puntos básicos, que situaría los fed funds en el rango 4,25%-4,50%, aunque no se descarta la posibilidad de disensos internos: algunos consejeros podrían defender un movimiento mayor de 50 puntos básicos y otros, mantener tipos. Más allá de la decisión, el foco estará en el nuevo gráfico de puntos, que debería confirmar tres recortes de 25 puntos básicos en lo que resta de 2025 y una senda más pausada en 2026-27. En su comparecencia, Powell tendrá que equilibrar dos mensajes: reconocer que el mercado laboral muestra síntomas de enfriamiento más acusados y que las presiones inflacionistas han cedido, pero subrayar al mismo tiempo que parte de esa ralentización responde a factores estructurales de oferta laboral. Para los mercados, el matiz será clave: un tono demasiado cauto podría moderar las expectativas de flexibilización agresiva, mientras que una señal de compromiso con un ciclo de recortes consecutivos reforzaría la narrativa que sostiene la reciente subida de los activos de riesgo.
- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (18-sep).** Las solicitudes iniciales de subsidio por desempleo se habrían moderado en la última semana tras el fuerte repunte anterior, cuando alcanzaron su nivel más alto en cuatro años. El dato reflejó que buena parte del aumento previo estuvo concentrado en Texas y tuvo un carácter transitorio, más ligado a factores administrativos que a un deterioro generalizado del mercado laboral. Con todo, la tendencia apunta a una desaceleración gradual en la creación de empleo, en línea con las revisiones a la baja publicadas por la Oficina de Estadísticas Laborales. En conjunto, las cifras sugieren que, aunque el mercado laboral sigue mostrando resiliencia, empieza a enfriarse de manera más evidente, lo que refuerza el argumento a favor de que la Reserva Federal reanude los recortes de tipos para mitigar riesgos a la baja en el empleo. El consenso espera un dato de 240.000 solicitudes de ayuda al desempleo.

Global:

- **Reunión de política monetaria del Banco de Japón (19-sep).** El Banco de Japón celebrará su reunión los días 18 y 19 de septiembre y, según las previsiones, mantendrá sin cambios el tipo de referencia en el 0,5%, a la espera de mayor claridad política tras la dimisión del primer ministro Ishiba. La institución prefiere adoptar una estrategia de prudencia en un momento de incertidumbre doméstica y riesgos externos, especialmente vinculados al impacto de los aranceles sobre exportaciones y beneficios corporativos. Aunque la inflación sigue claramente por encima del objetivo —con el IPC subyacente en torno al 3%—, el consenso es que el próximo ajuste no llegará hasta octubre, cuando podría producirse una subida de 25 puntos básicos. Por ahora, el banco se limitará a subrayar la necesidad de un enfoque de “esperar y ver”, con el foco en cómo evolucionan los salarios y los beneficios empresariales antes de dar un paso más en la retirada de estímulos.

Mercados

Los mercados globales mantienen un tono inequívocamente alcista. La narrativa de “Ricitos de Oro” —con desinflación sin recesión—, junto con la expectativa de que la Reserva Federal retome su ciclo de recortes en breve, ha impulsado a los principales índices bursátiles a nuevos máximos. El apetito por riesgo se ve reforzado, además, por la persistente fiebre inversora en torno a la inteligencia artificial, que sigue actuando como motor estructural de los flujos hacia tecnología y sectores vinculados a la infraestructura energética. A corto plazo, no obstante, el principal riesgo radica en el mensaje que pueda dar la Fed el próximo miércoles. Un tono menos acomodaticio de lo esperado por parte de Powell podría catalizar una corrección táctica.

Más allá de este posible ajuste táctico, el balance de riesgos para el último tramo del año parece más constructivo. El inicio de un ciclo de recortes por parte de la Fed, la aparente mayor calma en el frente comercial y la resiliencia de la actividad económica contribuyen a sostener la confianza de los inversores.

Sin embargo, persisten varios focos de incertidumbre. En primer lugar, las valoraciones muy exigentes de la renta variable, especialmente en EE. UU., dejan poco margen de error ante sorpresas negativas. A ello se suma la posibilidad de un deterioro más brusco de la actividad económica, con un mercado laboral estadounidense que ya muestra señales de enfriamiento y una eurozona donde la industria sigue débil.

El frente político añade incertidumbre: en Europa, la situación fiscal en Francia y la inestabilidad institucional en varios países podrían reavivar tensiones en los mercados de deuda; en Estados Unidos, la independencia de la Fed sigue bajo escrutinio en un contexto de elevada polarización. Finalmente, la guerra comercial latente y los riesgos geopolíticos globales —desde Ucrania hasta Asia— podrían alterar el escenario de calma que los inversores descuentan actualmente.

Con este telón de fondo, nuestro posicionamiento se mantiene neutral. Reconocemos que la tendencia de mercado es constructiva y que los fundamentos han mejorado, pero al mismo tiempo somos conscientes de que persisten riesgos políticos, económicos y comerciales que pueden alterar el escenario. Mantener la disciplina, diversificar y gestionar el riesgo de eventuales correcciones sigue siendo clave en un entorno en el que, por ahora, la combinación de tipos a la baja y entusiasmo por la IA continúa sosteniendo la dirección alcista de los mercados globales.

Contenidos de la presentación BBVA

La presente documentación se suministra con fines informativos y no constituye ni puede interpretarse como una oferta, invitación o incitación para la venta, compra o suscripción de valores, productos o servicios financieros, ni su contenido constituirá base de ningún contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Las opiniones, estimaciones, predicciones, recomendaciones o estrategia de inversión que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pudieran sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados, sin que BBVA se obligue a revisarlas públicamente en el caso de que se produzcan cambios de estrategia, de intenciones o de acontecimientos no previstos que puedan afectar a las mismas.

Los servicios, productos, opiniones, predicciones, estimaciones y estrategias que puedan contener la presente documentación pueden no ser adecuadas para los inversores por razón de su específica posición jurídica o financiera u objetivos de inversión, y en ningún caso conllevan que se esté prestando asesoramiento jurídico, contable o fiscal alguno. A tal efecto se recomienda a los inversores que obtengan asesoramiento específico y especializado de sus asesores. Algunos productos o servicios se presentan a título de ejemplo por lo que pueden no contar con una disponibilidad inmediata o con posibilidad de ser ofrecidos.

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. Los servicios, productos y precios que pueda contener el presente documento pueden sufrir modificaciones o cambiar sin previo aviso. Las alusiones a rentabilidades pasadas no presuponen, predisponen o condicionan rentabilidades futuras.

BBVA o alguna entidad de su Grupo pueden tener una posición en cualquiera de los valores objeto directa o indirectamente de este documento, o pueden negociar por cuenta propia o ajena con tales valores, o prestar servicios de asesoramiento, colocación o de otro tipo al emisor de los valores mencionados o a compañías vinculadas al mismo o tener otros intereses o realizar transacciones con dichos valores.

La presente documentación y la información contenida en la misma no sustituye ni modifica la contenida en la preceptiva documentación correspondiente a los distintos productos y servicios.