

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 1 al 5 de diciembre de 2025

Madrid, 1 de diciembre de 2025



Monitor de Mercado

ÍNDICES RENTA VARIABLE								TIPOS DE INTERÉS						
		Actual	Día	Ult. 7 días	MTD	YTD	Ult. 12 mes.			USA	España	Alemania	UK	Japón
EUROPA	MSCI Europe	192,6	0,26%	2,46%	0,75%	13,38%	13,95%	3 Meses	3,80	2,00	1,89	3,95	0,51	
	EUROSTOXX 50	5.668,2	0,27%	2,78%	0,11%	15,77%	19,75%	1 Año	3,59	1,98	1,97	3,71	0,79	
	UK	9.720,5	0,27%	1,90%	0,03%	18,93%	17,47%	3 Años	3,49	2,19	2,08	3,74	1,07	
	ALEMANIA	23.836,8	0,29%	3,23%	-0,51%	19,73%	23,75%	5 Años	3,60	2,52	2,29	3,89	1,33	
	FRANCIA	8.122,7	0,29%	1,75%	0,02%	10,05%	13,72%	10 Años	4,01	3,16	2,69	4,44	1,81	
	ESPAÑA	16.371,6	0,06%	3,47%	2,11%	41,20%	41,38%	30 Años	4,66	4,01	3,33	5,19	3,35	
	ITALIA	43.357,0	0,32%	1,63%	0,42%	26,83%	31,03%							
USA	S&P 500	6.849,1	0,54%	3,73%	0,13%	16,45%	14,18%							
	S&P 100	3.438,9	0,51%	3,76%	-0,35%	18,98%	19,27%							
	NASDAQ	23.365,7	0,65%	4,91%	-1,51%	21,00%	22,59%							
	DOW JONES	47.716,4	0,61%	3,18%	0,32%	12,16%	6,70%							
JAPÓN	NIKKEI	50.253,9	0,17%	3,35%	-4,12%	25,97%	31,78%							
EMERGENTES (*)	GLOBAL	687,2	-0,06%	1,38%	-2,24%	8,26%	10,38%							
	EUROPA	57,3	0,29%	2,97%	1,97%	41,04%	43,08%							
	ASIA	550,0	-0,57%	2,16%	-4,87%	19,10%	21,93%							
	LATAM	2.345,6	0,79%	3,61%	5,01%	31,03%	21,38%							
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.398,4	0,53%	3,67%	0,18%	18,63%	16,18%							
MATERIAS PRIMAS								BONOS						
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.	
Petróleo		63,2	-0,22%	1,02%	-2,87%	-15,33%	-13,22%	Monetario	155,0	0,00%	0,03%	0,15%	2,04%	2,34%
Oro		4239,4	1,97%	4,29%	5,91%	61,53%	60,83%	Crédito	247,2	-0,02%	0,18%	-0,25%	3,21%	3,19%
Metales		160,6	2,00%	8,68%	2,91%	25,37%	14,40%	Gobiernos	720,8	-0,04%	0,27%	-0,07%	1,26%	0,47%
								RF Emergente	1296,9	0,07%	0,00%	-0,13%	1,97%	2,62%
								High Yield	391,3	0,05%	0,45%	0,06%	4,76%	5,51%
DIVISAS								DIVISAS						
		Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.	Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.	
Eur/Dólar								Eur/Dólar	1,16	0,02%	0,74%	0,53%	12,01%	9,77%
Eur/Yen								Eur/Yen	181,16	-0,05%	0,58%	1,96%	11,29%	13,47%
Eur/Libra								Eur/Libra	0,88	0,07%	-0,29%	-0,09%	5,91%	5,17%

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre

28-nov.-25

Resumen Semanal

Los mercados han recuperado el pulso con una rapidez que contrasta con la pérdida de tracción en algunos segmentos de la economía real. El retroceso reciente ligado al ajuste en valores de inteligencia artificial ha quedado prácticamente borrado: la renta variable estadounidense ha rebotado con fuerza, recuperando por completo la corrección de noviembre. Ese movimiento refleja que el mercado sigue anclado en la narrativa de crecimiento moderado e inflación contenida, y que los inversores no interpretaron aquel episodio como un cambio estructural, sino como un ajuste técnico.

Sin embargo, este optimismo financiero convive con un consumidor estadounidense claramente fatigado. Las ventas minoristas de septiembre avanzaron apenas un 0,2% mensual, por debajo de lo esperado, lo que sugiere que parte de la fortaleza veraniega respondió a un adelanto puntual del gasto vinculado a la vuelta al colegio. La confianza del consumidor también se ha debilitado: el índice del Conference Board retrocedió hasta los 88,7 puntos en noviembre, su registro más bajo desde primavera, acompañado de un deterioro en la valoración del mercado laboral. Estos signos de enfriamiento consolidan la expectativa de un nuevo recorte de 25 puntos básicos por parte de la Reserva Federal en diciembre, que los

mercados ya descuentan con una probabilidad cercana al 80%. La institución ha dejado correr esa interpretación sin contradecirla y, con la entrada en vigor del periodo en el que sus miembros guardan silencio antes de cada reunión —una regla diseñada para evitar mensajes que puedan condicionar a los mercados en la recta final previa a la decisión—, su margen de comunicación es ahora prácticamente nulo. Más allá de diciembre, existe incertidumbre sobre el perfil de política monetaria para 2026, en un contexto donde la sucesión en la presidencia de la Fed puede influir en el sesgo de tipos.

Paralelamente, la Administración estadounidense ha activado medidas para aliviar las presiones de precios mediante recortes arancelarios selectivos. La relajación de tarifas agrícolas —especialmente relevante para productos procedentes de economías latinoamericanas como Perú, Ecuador o Brasil— busca incidir en la cesta de la compra y responder a un electorado sensible a la inflación alimentaria. Las negociaciones comerciales con la Unión Europea han reanudado su marcha, aunque sin avances significativos en áreas donde Bruselas reclama excepciones, como el vino, el aceite o los productos lácteos. Esta aproximación pragmática —cierto proteccionismo estratégico combinado con alivio puntual donde los precios erosionan más al consumidor— refleja una prioridad política clara: sostener el poder adquisitivo sin comprometer los intereses industriales domésticos.

En Europa, el panorama es menos uniforme, pero muestra signos de mejora gradual. Alemania confirmó un crecimiento nulo en el tercer trimestre, con una composición poco favorable: caída del consumo privado, inversión marginal y exportaciones debilitadas tras un adelanto de pedidos a comienzos de año. El índice Ifo retrocedió ligeramente, arrastrado por un componente de expectativas más débil. Francia mantuvo un crecimiento del 0,5% en el trimestre y en Italia se revisó al alza hasta el 0,1%, mientras el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea repuntó ligeramente gracias al sector servicios. La confianza del consumidor, en cambio, sigue deprimida. Las lecturas preliminares de inflación en Alemania, Francia, Italia y España apuntan a un IPC general estancado en el 2,1% interanual y una subyacente estable en el 2,4%. Esta estabilidad, combinada con señales de recuperación parcial, ofrece al BCE un margen para mantener un enfoque prudente, sin intensificar todavía el debate sobre futuras bajadas de tipos.

En Reino Unido, el presupuesto de otoño ha proporcionado cierto alivio financiero al introducir más gasto social y, al mismo tiempo, generar una holgura fiscal mayor de la anticipada. Sin embargo, buena parte del ajuste se aplaza a partir de 2028, lo que siembra dudas sobre su credibilidad, especialmente al coincidir con un posible año electoral. Aun así, el mercado de deuda reaccionó positivamente, con un descenso acusado en la rentabilidad a 30 años tras la presentación del presupuesto. Esta respuesta indica que, de momento, los inversores otorgan el beneficio de la duda a la estrategia fiscal del Gobierno. En Francia, por el contrario, el proceso

presupuestario sigue bloqueado entre la Asamblea Nacional y el Senado, abriendo la puerta a una tramitación prolongada que mantiene la incertidumbre fiscal.

En Japón, la nueva batería de estímulos fiscales —por un importe superior a los 20 billones de yenes— genera más preguntas que respuestas. La mayor parte del paquete se articula a través de transferencias y ayudas que, dada la baja propensión marginal al consumo en el país, tienen un impacto limitado sobre el PIB. Además, parte del gasto se diluye en importaciones y la ejecución presupuestaria suele quedarse por debajo de lo previsto. El efecto final sobre el crecimiento sería modesto, cercano a dos décimas en 2026. El Banco de Japón, que ha intensificado su comunicación sobre futuras subidas de tipos, mantiene el dilema de actuar pronto para contener la depreciación del yen o esperar para coordinarse con el Gobierno. Aunque un movimiento en diciembre no puede descartarse, el escenario central sigue apuntando a enero, con un ciclo de normalización monetaria muy gradual.

En China, el PMI oficial de noviembre volvió a mostrar un deterioro preocupante de la actividad, confirmando que la economía entra en el final del año sin un motor interno capaz de sostener el crecimiento. El índice manufacturero repuntó marginalmente desde los 49,0 a los 49,2 puntos y encadenó su octavo mes por debajo del umbral de 50, reflejo de una demanda débil, una cartera de pedidos que sigue en contracción y un consumo que continúa desacelerándose. Más inquietante aún fue la caída del PMI no manufacturero, que descendió hasta los 49,5 puntos y entró en contracción por primera vez desde la reapertura de 2023. En conjunto, los datos anticipan que China cerrará el año sin un catalizador orgánico que reactive la demanda privada. El Gobierno probablemente cumplirá su objetivo de crecimiento del 5%, pero lo hará apoyándose en impulsos puntuales y con la necesidad de preparar un paquete de estímulos más significativo de cara a 2026.

El frente geopolítico añade otro elemento de complejidad. Las conversaciones para un posible alto el fuego en Ucrania han vuelto a ganar tracción tras el plan de 28 puntos impulsado por Washington, aunque siguen existiendo discrepancias fundamentales sobre territorios y garantías de seguridad. La eventual reintegración económica de Rusia, condicionada a un levantamiento progresivo de sanciones, genera muchas dudas: el calendario sería largo, las implicaciones para las empresas europeas siguen abiertas y no está claro cómo afectaría a los compromisos de gasto en defensa asumidos por varios países europeos durante la guerra.

En conjunto, la economía global navega un momento de contraste. Los mercados mantienen una resiliencia notable, sostenidos por la expectativa de tipos más bajos y la percepción de que los riesgos relacionados con la inteligencia artificial han sido absorbidos sin mayor daño. Sin embargo, el consumo estadounidense pierde ímpetu, Europa avanza con un crecimiento muy desigual y Japón se apoya en estímulos que probablemente tendrán un impacto limitado.

Renta Variable

La renta variable global cerró una semana claramente alcista, en un movimiento de recuperación que ha combinado tres elementos: la fuerte capitulación técnica del jueves de la semana anterior, el renovado convencimiento de que la Reserva Federal recortará tipos en diciembre y la reactivación del entusiasmo en torno a la inteligencia artificial tras las novedades presentadas por Alphabet. El resultado fue un rally amplio, transversal y sorprendentemente resistente incluso ante episodios de estrés operativo como la interrupción temporal de los futuros en el Chicago Mercantile Exchange.

En Estados Unidos, la reacción fue contundente. El S&P 500 avanzó un 3,7% semanal, mientras el Nasdaq se acercó al 5%, apoyado en el rebote de los valores tecnológicos y, en particular, en la respuesta positiva del mercado al lanzamiento del modelo Gemini 3 por parte de Alphabet, que ha revalidado la narrativa de aceleración innovadora en el sector.

La otra novedad relevante ha sido la posibilidad de que Alphabet comercialice o alquile sus chips TPU a Meta, un movimiento que el mercado interpreta como una validación directa de su arquitectura de cómputo en un momento de demanda explosiva de capacidad especializada en IA. El interés de un competidor del calibre de Meta no solo legitima la calidad tecnológica de Alphabet, sino que abre la puerta a nuevas vías de monetización más allá de su uso interno. Además, señala un giro pragmático en la industria: las grandes plataformas están dispuestas a colaborar cuando la escasez de infraestructura puede poner en riesgo la velocidad de despliegue de sus propios modelos. Este potencial reequilibrio competitivo explica que el mercado haya reaccionado con entusiasmo hacia Alphabet y con cautela hacia otros actores del ecosistema —como Nvidia— ante la posibilidad de un redireccionamiento parcial del gasto en hardware por parte de los mayores hiperescaladores.

El apetito por el riesgo se reflejó también en los segmentos más especulativos, con compañías muy castigadas por posiciones cortas recuperando terreno y con Bitcoin sumando más del 7% desde sus mínimos de noviembre, lo que indica un cambio claro en el tono emocional de los inversores.

La narrativa dominante en Estados Unidos giró en torno a los tipos de interés. El mercado descuenta ya con una probabilidad cercana al 80% un recorte de 25 puntos básicos por parte de la Fed en diciembre, apoyado en declaraciones recientes de miembros del FOMC que pusieron el foco en el deterioro del mercado laboral y en la caída de los indicadores de confianza. Este viraje reforzó la recuperación del mercado, ampliada por la caída del VIX por debajo de su media histórica y por un reposicionamiento acelerado de carteras que habían

buscado cobertura en la fase previa. Esta recuperación se produce después de que el sentimiento alcanzara niveles extremos de miedo, especialmente visibles en indicadores de amplitud, momentum y demanda de activos refugio. La reversión desde ese punto extremo ha sido rápida y potente.

Europa acompañó el movimiento, aunque con menos intensidad que Estados Unidos. El EuroStoxx 50 avanzó un 2,8% semanal y los principales índices nacionales también cerraron en positivo: el DAX subió más de un 3% y el CAC 40 un 1,75%, mientras el Ibex 35 volvió a destacar gracias a su composición cíclica, subiendo un 3,47% semanal y acumulando un extraordinario 41% en el año. El tono más constructivo, sin embargo, se percibe más dependiente de EE.UU. que impulsado por factores propios: los datos de inflación preliminar de noviembre sorprendieron ligeramente al alza en Alemania, lo que añade ruido a la lectura de una estabilidad que aún no está plenamente consolidada.

En Asia, el comportamiento ha sido igualmente positivo. El Nikkei subió un 3,35% semanal, pese a que la renta variable japonesa venía de una corrección más profunda en noviembre. En emergentes, el tono ha sido dispar: mientras los índices latinoamericanos han acompañado el rally global, el MSCI Asia emergente ha quedado rezagado, penalizado por la corrección en China.

El índice MSCI Global, por su parte, cerró con subidas los cinco días de la semana y consiguió terminar el mes de noviembre en terreno positivo, algo que parecía impensable hace tan solo unos días. Se trata del octavo mes consecutivo de subidas en este índice de renta variable mundial.

En definitiva, ha sido una semana de recuperación agresiva del riesgo, con un mercado que se resiste a abandonar el patrón conocido: cada corrección profunda se convierte en una oportunidad de compra mientras no haya un deterioro evidente del ciclo. Pero la dependencia extrema de las expectativas de tipos y de la narrativa tecnológica sigue siendo un punto de vulnerabilidad que conviene no pasar por alto.

Renta Fija

La renta fija ha cerrado una semana marcada por la divergencia entre la deuda estadounidense y la europea. El eje del movimiento ha sido, de nuevo, la expectativa de que la Reserva Federal recortará tipos en diciembre, lo que ha provocado una relajación visible en la curva americana mientras que en Europa ha predominado un tono mucho más estable y lateral.

En EE.UU., los tramos intermedios y largos recogieron con rapidez el incremento en la probabilidad implícita de un recorte de 25 puntos básicos, impulsada por indicadores laborales más débiles y por un sesgo claramente más prudente en los mensajes de varios miembros del FOMC. El tipo a 10 años estadounidense perdió 5 puntos básicos de rentabilidad en la semana y se situó justo por encima de la cota del 4,0%.

En Europa la historia fue distinta. A pesar del rebote generalizado en los activos de riesgo, la deuda soberana europea mantuvo una senda más contenida. El Bund a diez años se estabilizó durante la semana en el 2,69%, apenas un punto básico por debajo del nivel de la semana precedente. La estabilidad tiene lógica: el BCE sigue abonado al discurso de tipos invariables durante un periodo prolongado y la reciente sorpresa alcista en la inflación alemana ha actuado como freno adicional a cualquier relajación prematura en la curva. La periferia, por su parte, ha aprovechado el entorno de menor aversión al riesgo para estrechar diferencial: las primas de España e Italia se han comprimido entre 3 y 4 puntos básicos. Del mismo modo, la prima francesa se ha estrechado 5 puntos básicos durante la semana.

Los precios de los bonos soberanos europeos, en consecuencia, repuntaron de forma moderada durante la semana. En crédito, el tono también fue constructivo. El índice de crédito corporativo europeo de grado de inversión avanzó un 0,18% en la semana. El "High Yield", por su parte, mostró un mejor comportamiento relativo y repuntó un 0,45% en la semana y acumula un sólido 4,76% en el año.

Materias primas

La semana en materias primas ha venido marcada por un sesgo claramente divergente entre energía y metales. El petróleo apenas logró un avance semanal del 1%, insuficiente para revertir un mes claramente negativo y un año que acumula pérdidas superiores al 15%, en un contexto en el que el mercado sigue desconfiando de la capacidad de la OPEP+ para sostener precios por encima de los 65 dólares. En contraste, los metales industriales mostraron un comportamiento mucho más firme y se apreciaron casi un 9% semanal. Mientras tanto, el oro avanzó un 4,3% en la semana y roza máximos, sostenido por las crecientes apuestas de recortes de tipos.

Divisas

El mercado de divisas ha seguido el mismo patrón que el resto de activos: predominio del apetito por el riesgo y un dólar algo más débil, arrastrado por la caída de las rentabilidades estadounidenses y por las crecientes expectativas de un recorte de tipos en diciembre. El euro se apreció un 0,7% en la semana. Frente al yen, la moneda única también cerró al alza —cerca del 0,6% semanal— en un entorno en el que la política monetaria japonesa mantiene al yen estructuralmente presionado. La única excepción fue el cruce con la libra, donde el euro cedió terreno en la semana.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

Los datos macroeconómicos publicados en Europa fueron mixtos, tanto en el mundo de los indicadores adelantados como en los datos de actividad real e inflación, que fueron muy heterogéneos.

La intensa semana macroeconómica europea comenzó con la publicación de la encuesta Ifo de sentimiento empresarial de noviembre en Alemania, que volvió a evidenciar la fragilidad de la economía alemana. Aunque las empresas valoran ligeramente mejor su situación actual, el componente de expectativas se deterioró de forma inesperada en noviembre hasta los 90,6 puntos, reflejando un escepticismo creciente sobre la capacidad del país para salir de la atonía. El golpe más claro recayó sobre la industria manufacturera, donde la confianza cayó con fuerza. En contraste, la confianza del consumidor en Alemania mejoró en el mes de noviembre y se situó en los -23,2 puntos, por encima tanto de los -24,1 anteriores como de los -23,5 puntos que esperaban los analistas. Del mismo modo, la lectura de la confianza económica de la Comisión Europea de noviembre se situó en los 97,0 puntos que esperaba el mercado, mejorando de forma marginal los 96,8 puntos del mes anterior.

En cuanto a los datos de actividad real, las ventas minoristas alemanas ofrecieron en octubre un tono débil, con un retroceso del 0,3% en términos reales excluyendo automóviles, que borró el avance de septiembre y prolongó la tónica errática de los últimos meses. En contraste, las ventas minoristas en España ofrecieron en octubre un comportamiento sólido, con un crecimiento del 3,8% interanual en términos ajustados, que mantuvo la tendencia expansiva del consumo, a pesar de que el índice general se mantuvo estable en el mes (0,0%).

También en España, las hipotecas sobre el total de fincas aumentaron un 14,6% interanual en septiembre, mientras que el capital financiado repuntó un 30,8%, señal de un mayor

dinamismo en importes medios y de una demanda resistente. Por otra parte, los precios de producción de octubre avanzaron un 0,5% mensual y un 0,7% interanual.

La lectura preliminar de la inflación de noviembre en la eurozona ofreció un cuadro mucho más desigual de lo que sugerían las estimaciones previas, con un repunte inesperado en Alemania que alteró la trayectoria de desinflación gradual. El dato alemán subió al 2,6% interanual —máximo de nueve meses— frente al 2,3% anterior y superó con claridad el 2,4% esperado, impulsado por componentes volátiles como los paquetes vacacionales y los carburantes. España mantuvo un perfil más tensionado que el resto, aunque la inflación se moderó hasta el 3,1%, todavía por encima del 3% por tercer mes consecutivo. En contraste, Francia e Italia prolongaron la tendencia descendente: la primera repitió un dato del 0,8%, por debajo de lo previsto, y la segunda cayó al 1,1%, con una subyacente que retrocedió al 1,8%. El balance agregado sugirió que la inflación de la eurozona se mantiene cerca del 2%. Aun así, el repunte alemán recordó que los riesgos no han desaparecido, especialmente en los componentes de servicios y alimentación, cuyos precios siguen mostrando más persistencia de la deseada.

En cuanto a las actas de la reunión del BCE de octubre, mostraron a un Consejo de Gobierno convencido de que el actual nivel de tipos es suficiente para mantener bajo control la senda de la inflación, aunque no desactiva la opción de intervenir si el cuadro macro se deteriora. También se publicó la oferta monetaria de octubre en la eurozona, que se alineó con las expectativas, al mostrar el agregado monetario M3 un crecimiento interanual el 2,8%.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

Los datos macroeconómicos publicados durante la semana pasada en Estados Unidos reflejaron la compleja situación por la que atraviesa el consumidor estadounidense, lastrado por los elevados precios y por la pérdida de dinamismo del mercado laboral.

En el mundo de las encuestas, la confianza del consumidor del Conference Board volvió a deteriorarse en noviembre y se situó en los 88,7 puntos, su nivel más bajo en siete meses, reflejando un giro claro en el ánimo de los hogares estadounidenses. El indicador recogió un aumento de la preocupación por el mercado laboral y por la trayectoria de la economía en un contexto marcado por la reciente paralización del Gobierno federal. El informe dejó entrever un consumidor más cauto de cara a la campaña navideña, con menor disposición a realizar compras discretionales y mayor sensibilidad a los precios, pese a que el gasto efectivo sigue aguantando mejor de lo que sugieren las encuestas.

Del mismo modo, las ventas minoristas de septiembre mostraron una clara pérdida de dinamismo, con un avance de solo el 0,2%, reflejo de un mayor nerviosismo ante un mercado laboral que se modera y unos precios que siguen tensionando los presupuestos familiares. Sin embargo, las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo sorprendieron a la baja, al situarse en las 216.000 peticiones, desde las 222.000 de la semana pasada. Por otra parte, los pedidos de bienes duraderos registraron en septiembre un avance del 0,5% en el dato agregado y un 0,6% en las órdenes excluyendo transporte. El componente más relevante —los pedidos de bienes de capital sin defensa ni aeronaves— repuntó un sólido 0,9%, acompañado de un incremento equivalente en los envíos, lo que alimentará positivamente el PIB del tercer trimestre.

En el ámbito de los precios, el índice de precios de producción de septiembre mostró un repunte moderado en la inflación mayorista, impulsado casi en exclusiva por la energía, mientras que el componente subyacente avanzó menos de lo previsto y confirmó la ausencia de presiones inflacionistas significativas en la cadena de producción. Por último, los precios de la vivienda se estancaron en septiembre, frente al aumento previsto del 0,2%. En el tercer trimestre, los precios apenas avanzaron un 0,2%, confirmando que el deterioro de la accesibilidad está limitando la capacidad de los compradores para sostener nuevas subidas.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

El IPC de noviembre en Tokio se alineó con los pronósticos y repuntó un 2,7% interanual en tasa general y un 2,8% en tasa subyacente. También en Japón, las ventas minoristas avanzaron un 1,6% mensual en octubre, el doble de lo esperado. Del mismo modo, la producción industrial repuntó un 1,5% mensual, frente a la caída del -0,5% proyectada.

Catalizadores Semanales

La semana entrante estará cargada de referencias macro decisivas para calibrar el pulso de la economía global. En EE.UU., el foco se concentrará en el ISM manufacturero de noviembre y en la publicación —retrasada por el cierre administrativo— de la producción industrial y del deflactor del PCE de septiembre, ambos cruciales para validar las expectativas de recorte de tipos de la Fed. En la eurozona, la atención girará hacia la lectura preliminar de inflación de noviembre.

En España:

- **Indicadores PMI manufacturero, de servicios y compuesto (1/3-dic).** En España, los PMIs de noviembre deberían confirmar que la economía mantiene un ritmo de actividad claramente superior al del conjunto de la eurozona, aunque con matices. El PMI manufacturero repuntaría hasta los 52,4 puntos, desde los 52,1 de octubre, su nivel más alto desde agosto, reflejando un tejido industrial que continúa normalizándose y que encadena varios meses en expansión. En servicios, el indicador seguiría mostrando una notable solidez —en torno a los 56,3 puntos—, aunque con una ligera moderación respecto a los meses previos, coherente con un patrón de crecimiento aún firme pero menos exuberante. El PMI compuesto se mantendría cerca de 55,8, apenas por debajo del registro anterior, lo que confirma que España entra en la recta final del año con un dinamismo superior al de sus principales socios, apoyada en la fortaleza del sector servicios y en una reactivación industrial que, sin ser espectacular, aporta estabilidad al conjunto.
- **Desempleo registrado en el mes de noviembre (2-dic).** Tras el repunte estacional del desempleo en octubre, cuando el paro registrado aumentó en 22.101 personas al finalizar la campaña turística, lo más probable es que noviembre muestre un mejor tono. La fortaleza de la afiliación —que avanzó más de 64.000 ocupados pese al aumento del paro— sugiere que la dinámica de fondo del mercado laboral siguió siendo sólida, y que el deterioro de octubre respondió esencialmente a factores temporales. Con la entrada en la campaña del Black Friday y el inicio de las contrataciones navideñas, lo razonable es anticipar un descenso moderado del paro, coherente con la pauta habitual de los últimos años y con un mercado laboral que mantiene capacidad de generación de empleo.

- **Producción industrial del mes de octubre (5-dic).** Los analistas anticipan que la producción industrial española de octubre habría registrado un avance moderado. El consenso apunta a un crecimiento mensual del 0,5% (frente al 0,4% previo), un registro que, sin ser especialmente robusto, confirmaría que la industria mantiene un tono positivo pese al entorno europeo todavía débil. En términos interanuales, el aumento esperado del 0,8% sería inferior al 1,7% del mes anterior, reflejo de una base comparativa menos favorable y de la persistente heterogeneidad entre ramas productivas. En conjunto, el dato debería mostrar una industria que avanza sin impulso fuerte pero sin señales de retroceso, apoyada en la mejora del PMI manufacturero, en la normalización de los costes energéticos y en un tejido exportador que, aunque condicionado por la desaceleración europea, mantiene cierta resiliencia.
- **Índice de precios de la vivienda del tercer trimestre (5-dic).** Los datos del segundo trimestre mostraron una aceleración clara del mercado residencial, con los precios avanzando un 4% trimestral y un 12,7% interanual, lo que confirmó que la vivienda siguió siendo uno de los segmentos más dinámicos de la economía pese al endurecimiento previo de las condiciones financieras. La combinación de financiación más accesible, un empleo todavía sólido y una oferta estructuralmente limitada debería mantener el crecimiento de precios en terreno positivo en el tercer trimestre, pero a ritmos más contenidos que los del primer semestre.

En Europa:

- **Lectura preliminar del IPC del mes de noviembre en la eurozona (2-dic).** La inflación de noviembre en la eurozona debería ofrecer continuidad más que sorpresa. El consenso apunta a un IPC del 2,1% interanual, idéntico al de octubre, y a una subyacente del 2,4%, también sin cambios. Las lecturas nacionales —con Francia e Italia más débiles, España algo más alta y Alemania rebotando con fuerza— se compensaron entre sí, dejando al agregado prácticamente congelado. Esta estabilidad encaja con una desinflación que avanza por tramos y que volvería a acelerarse en diciembre, cuando los efectos base serán más favorables. Para el BCE, un dato plano no altera el diagnóstico: el proceso de moderación inflacionista sigue en marcha, pero aún no ofrece argumentos suficientes para plantear recortes inmediatos. La presión para flexibilizar la política monetaria en 2026 aumentará si la inflación de diciembre confirma el descenso previsto y si los datos de salarios del tercer trimestre muestran una desaceleración más clara.

- **Ventas minoristas del mes de octubre en la eurozona (4-dic).** Las ventas minoristas de la eurozona en octubre deberían mostrar estabilidad tras varios meses de caídas. El consenso apunta a un crecimiento mensual del 0,0%, que supone una ligera mejoría respecto al -0,1% de septiembre y rompería una racha de tres descensos consecutivos. En términos interanuales, el avance previsto del 1,4% también marcaría un punto de inflexión, apoyado en una base comparativa más favorable y en cierta estabilización del consumo en los grandes países del área. No obstante, el dato seguirá describiendo un consumo frágil: la desaceleración del mercado laboral, la pérdida de poder adquisitivo acumulada y la incertidumbre sobre el ciclo industrial continúan limitando la capacidad de recuperación.
- **Lectura final del PIB del tercer trimestre en la eurozona (5-dic).** La lectura final del PIB del tercer trimestre en la eurozona no debería aportar sorpresas y confirmará, salvo revisión marginal, un crecimiento trimestral del 0,2%, en línea con la estimación preliminar. Este ritmo modesto encaja con una economía que consiguió esquivar la contracción gracias al apoyo del sector servicios y al repunte puntual de algunos componentes de inversión, mientras la industria permaneció estancada y el comercio exterior restó ligeramente. En términos interanuales, el crecimiento se mantendrá contenido, reflejo de un patrón de actividad débil pero estable, con diferencias marcadas entre países: Alemania prácticamente plana, Francia algo más dinámica, Italia avanzando muy lentamente y España aportando más tracción relativa.

En EE.UU.:

- **ISM manufacturero del mes de noviembre (1-dic).** El ISM manufacturero de noviembre debería mostrar una mejora ligera pero insuficiente para sacar al sector de terreno contractivo. El consenso apunta a un avance hasta los 49,0 puntos, desde los 48,7 en octubre, un movimiento coherente con la mejora parcial observada en las encuestas regionales de los distritos de la Fed, que apuntaron a un repunte en el componente de empleo. La demanda de trabajo en manufacturas parece haber mejorado marginalmente y eso probablemente sostendrá el índice. Aun así, la debilidad persistente en la cartera de pedidos y la escasa tracción de la producción seguirán actuando como freno.
- **Encuesta ADP de cambio de empleo del mes de noviembre (3-dic).** La encuesta ADP de empleo privado del mes de noviembre debería mostrar un mercado laboral en clara desaceleración, con una creación de apenas 10.000 puestos de trabajo, una cifra que, de confirmarse, situaría la contratación privada prácticamente en punto muerto. En un mes marcado por la ausencia de datos oficiales debido al cierre administrativo, esta lectura

adquirirá una relevancia inusual para los mercados, que la usarán como referencia para calibrar el verdadero pulso del empleo. Una sorpresa a la baja reforzaría la idea de que la economía entra en el tramo final del año con un mercado laboral más frágil. Con ello, aumentaría la presión para que la Fed valide en diciembre un recorte de 25 puntos básicos que el mercado ya descuenta casi plenamente.

- **Producción industrial del mes de septiembre (3-dic).** La producción industrial de septiembre en EE.UU., cuya publicación se vio retrasada por el cierre administrativo, probablemente mostrará un estancamiento. El consenso apunta a un crecimiento nulo en el mes, tras la ligera caída de agosto, y a una manufactura también plana. Los indicadores previos disponibles ya sugerían un sector con demanda menguante y carteras de pedidos reducidas. Además, la interrupción de la actividad en segmentos del automóvil a mediados de mes podría haber actuado como un lastre adicional. En conjunto, la lectura de septiembre debería confirmar una industria que ha dejado atrás el impulso del verano y entra en el otoño sin tracción.
- **ISM no manufacturero del mes de noviembre (3-dic).** El ISM no manufacturero de noviembre debería confirmar que los servicios siguen expandiéndose, pero a un ritmo más moderado. El consenso lo sitúa en torno a los 52,0 puntos, por debajo de los 52,4 del mes de octubre, reflejando una cierta pérdida de impulso tras un trimestre razonablemente sólido. Los componentes más dinámicos en los últimos meses —nuevos pedidos y actividad empresarial— apuntan ahora a una desaceleración, según adelantan varias encuestas regionales, mientras que el empleo en servicios probablemente mantendrá un tono discreto pero estable. Aun así, el índice se mantendría por encima del umbral de 50, señalando crecimiento, aunque más templado y vulnerable al enfriamiento del consumo. En conjunto, el informe debería mostrar unos servicios que aguantan, pero que ya no compensan con la misma fuerza la debilidad persistente del sector manufacturero.
- **Solicitudes semanales de subsidios por desempleo (4-dic).** Las solicitudes semanales de subsidios por desempleo deberían seguir moviéndose en un rango bajo, pero manteniendo la tendencia de fondo al alza que viene dibujando el mercado laboral desde finales del verano. El consenso espera una lectura en torno a 222.000 peticiones, ligeramente por encima del dato previo, aunque la señal verdaderamente relevante seguirá estando en las solicitudes totales, que llevan varias semanas repuntando y apuntan a una mayor dificultad para recolocar a quienes pierden su empleo.
- **Ingresos y gastos personales y deflactor del consumo privado del mes de septiembre (5-dic).** Los datos de ingresos, gastos personales y del deflactor del consumo privado de septiembre —publicados con retraso por el cierre administrativo— deberían mostrar una economía que empezaba a perder algo de tracción, pero sin señales de deterioro abrupto.

Los ingresos personales probablemente crecieron en torno al 0,4%, sostenidos por unas rentas del trabajo todavía sólidas. El gasto personal habría moderado su avance hasta el 0,3%, después de un verano excepcionalmente fuerte, reflejando un consumidor que aún gasta, pero con más cautela. En cuanto al deflactor del PCE, la medida preferida de inflación de la Fed, se espera un incremento mensual del 0,3% en la tasa general y del 0,2% en la subyacente, lo que mantendría la inflación interanual subyacente en el 2,8%. En conjunto, estos datos deberían confirmar un patrón claro: demanda aún resistente, pero enfriándose, e inflación encaminada a moderarse, aunque sin descender con rapidez.

- Lectura preliminar de la confianza del consumidor del mes de diciembre, medida por la Universidad de Michigan (5-dic).** La lectura preliminar de la confianza del consumidor de la Universidad de Michigan para diciembre debería mostrar una ligera mejora, tras el fuerte deterioro registrado en noviembre. El consenso apunta a un avance hacia la zona de 52,0 puntos, desde los 51,0 anteriores, un rebote coherente con la reapertura del Gobierno federal. En cualquier caso, el indicador continuará reflejando un consumidor más preocupado por el mercado laboral, los precios y la pérdida de poder adquisitivo.

Mercados

La reacción de los mercados en los últimos días ha reforzado la idea de que la corrección previa fue, esencialmente, una purga de excesos y no el inicio de un cambio de ciclo. Pero más allá del comportamiento táctico de los precios, el trasfondo macroeconómico sigue ofreciendo argumentos sólidos para mantener una visión constructiva sobre los activos de riesgo.

La primera razón es la transición ordenada del ciclo económico. La desaceleración en EE.UU. es evidente, pero muy alejada de un deterioro abrupto. El consumo pierde impulso, pero desde niveles robustos; el mercado laboral se enfriá, pero no colapsa. En definitiva, el crecimiento se modera sin romperse. Para los mercados, este escenario de "Ricitos de Oro" es óptimo: enfriamiento suficiente para reducir la presión sobre los precios, pero no tan severo como para generar un giro brusco en beneficios empresariales.

El segundo pilar es la dinámica de la desinflación, que avanza de forma irregular, pero avanza. En la eurozona, la inflación agregada se ha anclado en torno al 2% y la subyacente pierde fuelle. En EE.UU., el PCE subyacente debería confirmar su descenso gradual. Ni la Fed ni el BCE pueden cantar victoria, pero ambos disponen ahora de argumentos creíbles para justificar un sesgo más acomodaticio si las condiciones financieras o el flujo de datos lo exigieran. Para los activos de riesgo, la expectativa de una política monetaria menos restrictiva actúa como red de seguridad.

El frente comercial también ofrece un entorno más estable que meses atrás, con una reducción visible de la tensión arancelaria y un giro pragmático por parte de la Administración Trump, ahora claramente centrada en aliviar la presión inflacionista sobre los hogares. Las recientes rebajas de tarifas en bienes agrícolas y alimentarios, junto con el tono más constructivo en las conversaciones comerciales con la UE y varios socios latinoamericanos, apuntan a un escenario en el que la política comercial deja de ser fuente adicional de fricciones. En paralelo, el conflicto en Ucrania entra en una fase de negociaciones más activa, con señales iniciales —aunque frágiles— de que podrían producirse avances hacia un alto el fuego. Si bien ninguno de estos vectores está libre de riesgo, ambos contribuyen a un entorno geopolítico y comercial menos hostil, que reduce incertidumbre y favorece la visibilidad global para los activos de riesgo.

En el ámbito tecnológico, el argumento estructural sigue siendo contundente: el superciclo de inversión en redes, semiconductores, infraestructura energética y centros de datos no ha hecho más que comenzar y continuará actuando como uno de los principales motores del crecimiento global. La capacidad de cómputo se expandirá de forma exponencial en los próximos años, impulsada por la demanda corporativa, la carrera por la IA generativa y la necesidad de modernizar infraestructuras críticas.

Ese flujo inversor se trasladará progresivamente al resto de la economía: desde la industria hasta los servicios, pasando por las administraciones públicas, todos los sectores acabarán absorbiendo los incrementos de productividad derivados de la IA. Las dudas sobre la monetización de estas inversiones son legítimas y obligan a una mayor selectividad —y probablemente a múltiplos más exigentes—, pero no alteran el efecto expansivo de corto y medio plazo que este ciclo tendrá sobre el PIB mundial. Además, este impulso coincide con un contexto de política fiscal positiva en EE.UU. y en Europa, lo que añade un soporte adicional y refuerza la visibilidad del crecimiento en un momento en el que la economía global necesita nuevos vectores de tracción.

Todo ello no implica complacencia. El entorno permanece frágil: la desaceleración del empleo en EE.UU. exige vigilancia; el repunte puntual de la inflación alemana recuerda que la batalla no está ganada; y la actividad industrial europea sigue siendo débil. Pero estos riesgos, hoy por hoy, no dominan la narrativa, y los bancos centrales han recuperado margen suficiente para actuar si alguno de ellos se materializa.

Por estas razones, mantenemos la sobreponderación en activos de riesgo: no porque el mundo esté libre de amenazas, sino porque el equilibrio actual entre crecimiento, inflación y política monetaria sigue siendo, en términos relativos, favorable para los que asuman riesgo con disciplina y selectividad.

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.