



Asset Management

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 8 al 12 de septiembre de 2025

Madrid, 8 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	183,6	-0,16%	-0,08%	-0,08%	8,10%	6,45%
	EUROSTOXX 50	5.318,2	-0,53%	-0,63%	-0,63%	8,62%	9,69%
	UK	9.208,2	-0,09%	0,23%	0,23%	12,67%	11,35%
	ALEMANIA	23.597,0	-0,73%	-1,28%	-1,28%	18,52%	26,92%
	FRANCIA	7.674,8	-0,31%	-0,38%	-0,38%	3,98%	2,32%
	ESPAÑA	14.850,9	-0,45%	-0,57%	-0,57%	28,08%	32,43%
	ITALIA	41.607,8	-0,91%	-1,39%	-1,39%	21,71%	23,53%
USA	S&P 500	6.481,5	-0,32%	0,33%	0,33%	10,20%	17,42%
	S&P 100	3.213,0	-0,41%	0,54%	0,54%	11,17%	21,47%
	NASDAQ	21.700,4	-0,03%	1,14%	1,14%	12,37%	27,02%
	DOW JONES	45.400,9	-0,48%	-0,32%	-0,32%	6,71%	10,80%
JAPÓN	NIKKEI	43.018,8	1,03%	0,70%	0,70%	7,83%	16,12%
EMERGENTES (*)	GLOBAL	648,1	0,41%	1,07%	1,07%	2,10%	12,28%
	EUROPA	52,8	-0,75%	1,21%	1,21%	30,02%	25,03%
	ASIA	503,7	0,64%	1,26%	1,26%	9,07%	24,00%
	LATAM	2.079,1	0,64%	1,38%	1,38%	16,14%	3,48%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.191,2	0,05%	0,32%	0,32%	13,04%	17,07%

		MATERIAS PRIMAS					
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Petróleo	65,5	-2,22%	-3,85%	-3,85%	-12,25%	-9,90%	
Oro	3586,7	1,15%	4,02%	4,02%	36,66%	43,71%	
Metales	132,8	0,66%	0,53%	0,53%	3,62%	10,40%	

		TIPOS DE INTERÉS				
		USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses		4,00	1,99	1,92	4,16	0,44
1 Año		3,65	2,00	1,93	3,85	0,69
3 Años		3,48	2,17	2,00	3,90	0,91
5 Años		3,58	2,45	2,22	4,05	1,12
10 Años		4,07	3,25	2,66	4,65	1,58
30 Años		4,76	4,17	3,30	5,50	3,25

		BONOS					
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Monetario	154,3	0,01%	0,04%	0,04%	1,59%	2,76%	
Crédito	245,8	0,27%	0,23%	0,23%	2,59%	4,40%	
Gobiernos	714,2	0,36%	0,39%	0,39%	0,33%	0,90%	
RF Emergente	1244,7	0,12%	0,41%	0,41%	-2,14%	4,43%	
High Yield	388,6	0,12%	0,03%	0,03%	4,05%	7,08%	

		DIVISAS					
		Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Eur/Dólar	1,17	0,58%	0,27%	0,27%	13,16%	5,73%	
Eur/Yen	172,74	-0,14%	0,51%	0,51%	6,12%	8,44%	
Eur/Libra	0,87	0,03%	0,21%	0,21%	4,83%	2,91%	

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre 5-sep.-25

Cierre Semanal

La primera semana de septiembre estuvo marcada por un delicado equilibrio entre señales de desaceleración económica y la confianza de los mercados en que los bancos centrales seguirán proporcionando apoyo. En Estados Unidos, la atención se centró en los datos de empleo y en el tono más flexible mostrado recientemente por la Reserva Federal. El mercado laboral dio nuevas muestras de fatiga: la creación de puestos de trabajo se redujo a mínimos de varios años y la tasa de desempleo repuntó ligeramente. No se trata aún de un deterioro profundo, pero sí de un enfriamiento que contrasta con el dinamismo del crecimiento del PIB en trimestres anteriores. En este contexto, la Fed prepara una bajada de tipos que se interpreta como un recorte preventivo, más orientado a asegurar la estabilidad que a responder a una crisis inminente.

El debate sobre la independencia de la institución, sin embargo, ha cobrado fuerza. La salida de uno de los gobernadores y los intentos del Ejecutivo de condicionar las decisiones monetarias siguen despertando inquietud. Los inversores parecen distinguir entre una cierta presión política, que podría desembocar en un ciclo de recortes más acelerado de lo que justificarían los datos, y un cambio más profundo en el marco institucional, que socavaría la

credibilidad del banco central. Por ahora, los mercados financieros no descuentan este último escenario, pero la sensibilidad a cualquier nueva señal en ese sentido es alta.

En paralelo, Europa vivió otra semana de tensión política, con Francia en el centro del foco. El gobierno de François Bayrou se enfrenta a una inminente moción que, de prosperar, obligaría al presidente Emmanuel Macron a nombrar un nuevo primer ministro o incluso a convocar elecciones anticipadas. Esta incertidumbre llega en un momento en el que la situación fiscal del país es ya motivo de preocupación, y la falta de un plan claro de consolidación alimenta la desconfianza de los inversores. Los diferenciales de la deuda francesa frente a Alemania permanecen elevados, reflejo de una prima de riesgo que no se disipa y que podría seguir en niveles altos mientras no se resuelva la crisis política.

A pesar de estas turbulencias, el sentimiento en los mercados globales ha seguido apoyado en la narrativa de "Ricitos de Oro": una economía que se desacelera lo suficiente como para justificar un entorno monetario más laxo, pero no tanto como para activar de inmediato el temor a una recesión. En Estados Unidos, los índices bursátiles se mantienen cerca de máximos históricos, impulsados en buena medida por el entusiasmo en torno a la inteligencia artificial y las expectativas de que la política fiscal siga respaldando la inversión en sectores estratégicos. Incluso la reciente revisión a la baja de las previsiones de beneficios de empresas tecnológicas de referencia no ha logrado alterar de forma significativa el apetito por riesgo.

Los analistas manejan estimaciones divergentes sobre la probabilidad de una recesión. Los modelos basados en indicadores macroeconómicos apuntan a un riesgo de alrededor de un tercio, mientras que las aproximaciones que incorporan el efecto de aranceles y políticas migratorias, sitúan esa probabilidad algo por encima del 40%. En cambio, si se observan únicamente las señales que envían los mercados financieros (acciones y diferenciales de crédito), el riesgo de recesión parece mucho más bajo, en torno al 15%. Esta disparidad refleja tanto la dificultad de calibrar el impacto de políticas no convencionales como la confianza de los inversores en que la política monetaria seguirá actuando de cortafuegos.

En los mercados de renta fija, las curvas soberanas de las principales economías avanzadas mostraron una inclinación mayor, sobre todo en Estados Unidos. Allí, la pendiente de la curva a largo plazo continuó aumentando, lo que sugiere que los inversores ya incorporan una mayor exigencia de rentabilidad ligada a las incertidumbres políticas. De consolidarse la percepción de que la independencia de la Fed está en entredicho, podrían esperarse más ajustes en las expectativas de inflación de largo plazo, un dólar más débil y un mayor atractivo del oro como refugio.

De hecho, el oro se ha convertido en uno de los protagonistas de la semana al romper al alza la franja en la que se había movido durante varios meses. Aunque algunos lo atribuyen a los temores institucionales, buena parte del movimiento se explica también por la caída de los rendimientos reales a corto plazo, lo que lo refuerza como cobertura natural en un entorno de incertidumbre.

El crédito y la deuda emergente, por su parte, siguen mostrando una notable fortaleza. La búsqueda de rentabilidad en un escenario de volatilidad contenida ha mantenido la demanda elevada, con especial atractivo en los bonos locales de países como Brasil, México o Sudáfrica, donde las rentabilidades superan con creces las de sus pares desarrollados. En el segmento corporativo, se observa una tendencia a acortar plazos de emisión respecto a los años de la pandemia, un indicio de que las empresas anticipan descensos en los tipos y prefieren no comprometerse ahora con vencimientos largos.

En definitiva, la semana dejó claro que los mercados avanzan por una senda estrecha: confiados por un lado en el colchón que ofrecen los bancos centrales, pero conscientes de que cualquier error de política económica o política institucional puede precipitar un giro brusco en el sentimiento.

Renta Variable

La semana bursátil se movió entre la tensión de unos datos macro más débiles y el alivio de que estos mismos datos allanen el camino para una Reserva Federal más flexible. En Estados Unidos, el informe de empleo volvió a confirmar que el mercado laboral pierde fuerza, con una creación de puestos muy por debajo de lo esperado y un repunte del desempleo hasta el 4,3%. Esta señal de enfriamiento, junto con otros datos anteriores que avalaron el mismo escenario, lejos de desatar un pánico inmediato, fue interpretada como la justificación definitiva para que la Fed empiece a recortar tipos ya en septiembre, sin descartar incluso un movimiento de 50 puntos básicos. El resultado fue una semana de rotación clara: el Nasdaq se apuntó un 1,1% y el S&P 100 avanzó un 0,5%, apoyados en las grandes tecnológicas, mientras el Dow Jones, más expuesto al ciclo clásico, cedió ligeramente.

En Europa la narrativa fue distinta. Las bolsas cerraron la semana en negativo, con descensos acusados en Alemania (-1,3%) e Italia (-1,4%), mientras España y Francia limitaron las pérdidas. El EuroStoxx 50 retrocedió un 0,6%. La combinación de unos PMI flojos, ventas minoristas en retroceso y la incertidumbre política en Francia, donde el gobierno se tambalea, pesó sobre un continente donde el componente cíclico sigue dominando los índices. Solo el

Reino Unido escapó de la tónica bajista, con una ganancia del 0,2% gracias a su mayor sesgo defensivo y a un tipo de cambio más estable.

La otra gran historia vino de Asia y los emergentes. Japón cerró con un alza del 0,7%, impulsado por el Nikkei y su exposición tecnológica. Más allá, el bloque emergente fue el verdadero protagonista: Latinoamérica (+1,4%), Asia (+1,3%) y Europa emergente (+1,2%) superaron claramente a los desarrollados. Este repunte refleja cómo los flujos de capital buscan diversificación y rentabilidad en un contexto de caída de rentabilidades en deuda soberana de EE. UU. y Alemania. También responde a la expectativa de que varios bancos centrales emergentes puedan mantener un sesgo más expansivo, lo que da oxígeno a sus activos.

El trasfondo que une a todas las geografías es el mismo: la percepción de que la economía global se está enfriando, pero no derrumbando. Esta narrativa, que ha sido bautizada como “Ricitos de Oro” en referencia al famoso cuento infantil, implica que la actividad económica se mantiene en un punto de equilibrio ideal: ni demasiado caliente como para impulsar al alza las tasas de inflación, ni demasiado fría como para penalizar el crecimiento de los beneficios empresariales. Esta situación permite a los bancos centrales mantener una política monetaria menos agresiva, en la medida en que la inflación permanece cerca de sus objetivos de largo plazo.

El hilo conductor de la semana es, por tanto, un equilibrio frágil. Por un lado, unos datos que evidencian fatiga en el mercado laboral estadounidense y debilidad en Europa, lo que alimenta dudas sobre la solidez de la recuperación. Por otro, la expectativa de que los bancos centrales —con la Fed al frente— flexibilicen su política monetaria, garantizando un suelo a los mercados bursátiles. De ahí que la tecnología estadounidense, los emergentes y Japón se hayan comportado mejor: son activos percibidos como capaces de absorber capital en un entorno de recortes de tipos y liquidez más abundante.

El reto inmediato será comprobar si la narrativa de “lo malo es bueno” se sostiene. Porque mientras un enfriamiento gradual da margen a los bancos centrales, un deterioro más rápido del empleo o un repunte inesperado de la inflación podría alterar el equilibrio y devolver la volatilidad. Por ahora, la sensación es de calma vigilante: los inversores aprovechan cualquier corrección para volver a entrar, convencidos de que las condiciones monetarias están a punto de suavizarse y que, pese a los nubarrones macro, el colchón de política económica seguirá sosteniendo las valoraciones.

Renta Fija

En los mercados de renta fija, lo más llamativo de la semana fue el brusco retroceso de las rentabilidades de los bonos soberanos a ambos lados del Atlántico.

En Estados Unidos, el bono a 10 años cerró con un rendimiento del 4,07%, lo que supone una caída de 15 puntos básicos en la semana y los mínimos desde el pasado mes de abril. Mientras, la referencia a 2 años se desplomó hasta el 3,5% de rentabilidad, algo que no sucedía desde septiembre de 2022, a medida que se consolidaban las expectativas de inminente recorte de tipos por parte de la Reserva Federal. Incluso el rendimiento del bono a 30 años, que se había situado en últimas semanas en el ojo del huracán por las dudas sobre la independencia de la Fed, cayó con fuerza hasta niveles del 4,75%.

En Europa, el bono alemán a 10 años perdió 6 puntos básicos de rentabilidad, hasta el 2,66%. Aunque la prima de riesgo francesa se mantuvo alta, en el entorno de los 80 puntos básicos, se relajaron ligeramente los diferenciales españoles e italianos.

En consecuencia, los precios de los bonos soberanos europeos se anotaron un repunte semanal del 0,4%, mientras que el crédito corporativo mostró un peor desempeño relativo, sobre todo en el segmento de "high yield", que no obstante consiguió cerrar la semana con alzas marginales.

Materias primas

La semana en materias primas dejó un panorama dispar: el petróleo Brent cedió casi un 4% y se mantiene más de un 12% abajo en el año, castigado por la debilidad de la demanda y el temor a un nuevo aumento de la producción por parte de la OPEP+; el oro, en cambio, avanzó más de un 4% y acumula cerca de un 37% en 2025, consolidándose como refugio en un contexto de menores rentabilidades reales y expectativa de recortes de tipos. Por último, los metales industriales mostraron una ganancia más moderada del 0,5% en la semana y se sostienen gracias al impulso estructural de la transición energética y la inversión en defensa y nuevas tecnologías como la inteligencia artificial.

Divisas

La semana en el mercado de divisas dejó movimientos moderados, pero con un sesgo favorable al euro. El cruce con el dólar avanzó un 0,3%, manteniendo así la tendencia positiva que ya lo sitúa más de un 13% arriba en lo que va de año, impulsado por la expectativa de una Reserva Federal más laxa. Frente al yen japonés, la moneda única ganó un 0,5% en la semana, consolidando un avance cercano al 6% en 2025, en un contexto en el que el diferencial de tipos sigue pesando sobre la divisa nipona. Frente a la libra, el euro se apreció un 0,2%, acumulando un alza cercana al 5% en el año. En conjunto, la dinámica refleja la fortaleza relativa del euro en un entorno de divergencia monetaria, donde la percepción de que el BCE mantendrá cierto grado de prudencia convive con la idea de que la Fed ya ha iniciado un giro hacia políticas más acomodaticias.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

Seguimos sin tener evidencias sólidas de cambio de rumbo en las economías europeas, que siguen mostrando señales de estancamiento. En este sentido, los datos publicados quedaron en general por debajo de las expectativas del consenso.

En el mundo de los indicadores adelantados, el PMI manufacturero de agosto fue revisado al alza en la eurozona y se situó en los 50,7 puntos, desde los 50,5 de la lectura preliminar. Destacó el fuerte repunte del indicador español, que pasó de los 51,9 a los 54,3 puntos, máximos anuales que avalan la favorable situación por la que atraviesa la economía española en relación con otros países europeos. En contraste, el PMI compuesto de agosto en la eurozona se revisó una décima a la baja, hasta los 51,0 puntos, por la mayor debilidad del componente de servicios. También en este caso, pero por los motivos contrarios, destacó el indicador español, que sorprendió a la baja al pasar de los 54,7 a los 53,7 puntos, muy por debajo de lo esperado.

Vamos ahora con los datos de actividad de julio, que fueron muy decepcionante. En primer lugar, las ventas minoristas de julio en la eurozona retrocedieron un 0,5%, por debajo de la caída del 0,3% que habían proyectado los analistas. Por otra parte, los pedidos de fábrica en Alemania sufrieron en julio su mayor retroceso desde enero, con una caída del 2,9% frente al mes anterior. Se trata del tercer descenso consecutivo, una señal que refuerza la fragilidad de la mayor economía europea tras más de tres años de recesión industrial. El mensaje del gobierno ha sido claro: urge mejorar la competitividad reduciendo costes energéticos y burocráticos, en un contexto donde sectores clave como la industria química trabajan a mínimos históricos de capacidad y donde la recuperación sigue pareciendo lejana.

En el mundo de los precios, el IPC de la eurozona repuntó hasta el 2,1% interanual en agosto, desde el 2,0% registrado en julio, impulsado principalmente por la energía. El dato de inflación subyacente se mantuvo estable en el 2,3%, mientras que la inflación en servicios descendió ligeramente al 3,1%, lo que ofrece cierto alivio al BCE en su lucha contra las presiones internas de precios. Por otra parte, el índice de precios de producción de agosto en la eurozona se situó en el 0,2% interanual, una décima por encima de las expectativas de los analistas.

En España, el mercado laboral mostró un mal comportamiento en agosto, condicionado por factores estacionales. La Seguridad Social perdió 199.300 afiliados respecto a julio, un descenso habitual en este mes por el fin de la campaña turística. El paro registrado creció en 21.900 personas. Por otra parte, el mercado inmobiliario mantuvo un notable dinamismo en el segundo trimestre del año. Según los datos del Instituto Nacional de Estadística, el índice de precios de la vivienda repuntó un 4% frente al trimestre anterior, acelerando desde el 3,5% registrado en los primeros tres meses del año. En comparación interanual, el alza alcanzó el 12,7%, también por encima del 12,2% del trimestre previo, lo que confirma la solidez de la tendencia alcista. El resultado es un mercado residencial que continúa tensionado, con subidas generalizadas que plantean interrogantes sobre su sostenibilidad en un contexto de crecimiento económico más moderado.

En otro orden de cosas, la economía de la eurozona apenas logró avanzar un 0,1% en el segundo trimestre, una expansión modesta que se apoyó sobre todo en la acumulación de inventarios y en el gasto de los hogares y del sector público. El tirón de las existencias aportó medio punto porcentual al crecimiento, compensando la debilidad del comercio exterior y de la inversión, que restaron dinamismo. Este desempeño contrasta con el arranque de año, cuando el PIB sorprendió al alza gracias al efecto puntual de Irlanda y al adelanto de operaciones ligado a los aranceles, factores que se deshicieron en primavera. Por último, la tasa de desempleo de julio en la eurozona se mantuvo en el mínimo histórico del 6,2%.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

En Estados Unidos, los datos de empleo confirmaron que la economía se enfría progresivamente, aunque de la mano de unas encuestas de confianza favorables y niveles de actividad todavía razonables.

En el ámbito de las encuestas, el ISM manufacturero se situó en 48,7 puntos, por encima de los 48,0 de julio, aunque marginalmente por debajo de lo esperado. El subíndice de producción retrocedió con fuerza hasta los 47,8 puntos, pero surgieron brotes verdes en el componente

de nuevos pedidos, que repuntó hasta los 51,4 puntos, su primera lectura expansiva desde enero. Por otra parte, el ISM no manufacturero sorprendió al alza en agosto al repuntar hasta los 52 puntos, su nivel más alto en seis meses, impulsado por un fuerte avance de los nuevos pedidos. Pese a esta mejora en la demanda, el índice de empleo se mantuvo en zona de contracción por tercer mes consecutivo, reflejando la falta de dinamismo en la contratación.

Los datos de empleo fueron los absolutos protagonistas de la semana macroeconómica estadounidense. Así, la encuesta JOLTS de julio mostró un mercado laboral en claro enfriamiento. Las ofertas de empleo descendieron hasta los 7,18 millones, su segundo nivel más bajo desde la pandemia, mientras la tasa de contratación se mantuvo en el 3,3%, el registro más débil en más de una década si se excluye la etapa del Covid. Aunque los despidos se mantienen en niveles bajos, las empresas muestran una mayor cautela ante la incertidumbre arancelaria.

Por otra parte, el informe de la empresa ADP confirmó esta debilidad, con la creación de apenas 54.000 empleos privados en agosto, muy por debajo de las previsiones. Del mismo modo, las solicitudes iniciales de subsidio por desempleo repuntaron hasta las 237.000 en la última semana de agosto, frente a las 230.000 peticiones que esperaba el consenso.

Terminamos con los datos de empleo oficiales del viernes: el mercado laboral estadounidense mostró en agosto claras señales de enfriamiento. Las nóminas no agrícolas apenas sumaron 22.000 nuevos empleos, un crecimiento muy por debajo de lo esperado y acompañado por revisiones que revelaron la primera caída de la ocupación desde 2020 en el mes de junio. La tasa de desempleo repuntó hasta el 4,3%, su nivel más alto en tres años, mientras que la jornada laboral media descendió a 34,2 horas, un indicio adicional de debilidad en la demanda de trabajo. Aunque sectores como la sanidad y la hostelería aún aportaron contrataciones, se registraron pérdidas en manufacturas, servicios empresariales y empleo público, con descensos acumulados significativos desde comienzos de año. El informe confirmó así un deterioro más amplio en la dinámica laboral.

En otro orden de importancia, los pedidos de fábrica de julio se alinearon con las expectativas y mostraron un retroceso mensual del -1,3%. En cuanto a la balanza comercial de julio, también se alineó con lo esperado por el mercado y registró un déficit de 78.300 millones de dólares. Por último, el Libro Beige de la Reserva Federal reflejó un panorama de crecimiento prácticamente nulo en la mayor parte de los distritos, con solo cuatro regiones reportando avances modestos.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

Los indicadores adelantados ofrecieron algunas señales esperanzadoras en China y el PMI de servicios de agosto en China, elaborado por la empresa RatingDog, se situó en los 53,0 puntos, desde los 52,6 anteriores y esperados por los expertos.

En las primeras horas del lunes, se conocieron los datos de comercio exterior de agosto en China, que mostró un enfriamiento claro: las exportaciones crecieron solo un 4,4% interanual, hasta 322.000 millones de dólares, el ritmo más débil en seis meses y por debajo de lo esperado. La caída estuvo marcada por el desplome de los envíos a EE. UU., que retrocedieron un 33%, reflejando el impacto directo de los aranceles de la administración Trump y evidenciando el rápido desacoplamiento bilateral.

Catalizadores Semanales

La semana que comienza está marcada por una agenda llena de referencias para los mercados. En Estados Unidos, el dato de inflación de agosto será el gran protagonista: se espera un repunte impulsado por los precios de los automóviles y de servicios como hoteles y billetes de avión, lo que pondrá a prueba la narrativa de una Fed lista para recortar tipos. En Europa, el Banco Central Europeo celebrará su reunión con la previsión de mantener los tipos estables, en un momento en que la actividad da señales de debilidad, pero la inflación se mantiene cerca del objetivo. China aportará otra pieza relevante al puzle global con la publicación de sus precios de agosto.

En España:

- **Producción industrial del mes de julio (10-sep).** Los próximos datos de producción industrial en España apuntan a una ligera corrección mensual tras el fuerte repunte de junio. El consenso de analistas espera una caída del 0,2% en julio, frente al crecimiento del 1% registrado en el mes anterior. Sin embargo, en términos interanuales la foto es más positiva: la producción avanzaría un 2,6%, acelerando desde el 2,3% previo. En otras palabras, aunque pueda verse un bache puntual en el ritmo mensual, el sector industrial mantendría un tono de recuperación si se compara con el mismo periodo del año pasado.
- **Lectura final del IPC de agosto (12-sep).** La atención en España se centrará el viernes en la publicación del dato final de inflación de agosto, que debería confirmar la estimación preliminar. Según el avance, el IPC interanual se mantuvo estable en el 2,7%. Sin embargo, la tasa subyacente repuntó una décima y pasó del 2,3% al 2,4% interanual. De confirmarse estas cifras, el mensaje será doble: por un lado, la inflación general sigue controlada en niveles bajos comparados con los picos de 2022-2023, pero altos en relación con otros países de nuestro entorno. Por otro lado, persiste cierta rigidez en la inflación subyacente, que refleja la resistencia de precios ligados a servicios y alimentos elaborados.

En Europa:

- **Producción industrial de julio en Alemania (8-sep).** Alemania publicará el lunes los datos de producción industrial de julio y el consenso apunta a un repunte del 1,0% tras la fuerte caída de junio (-1,9% mensual). Algunos indicadores adelantados ya sugieren esa

mejora: el índice de peajes de camiones subió un 2,3% en el mes y las encuestas del índice Ifo reflejaron un mayor grado de satisfacción de las empresas manufactureras con su situación actual. Con todo, el contexto sigue siendo frágil. La industria alemana arrastra tres años de contracción, golpeada por los elevados costes energéticos, la debilidad de la demanda externa y la presión añadida de los aranceles estadounidenses. Incluso si julio ofrece un respiro puntual, la producción se mantiene más de un 1% por debajo de la media del segundo trimestre, lo que anticipa un arrastre negativo para el conjunto del verano.

- **Reunión de política monetaria del BCE (11-sep).** La reunión de política monetaria del Banco Central Europeo de esta semana se presenta como un ejercicio de pausa y observación. Tras los recortes previos, el consenso apunta a que el BCE mantendrá sin cambios el tipo de depósito en el 2,0% y el de refinanciación en el 2,15%. La institución quiere ganar tiempo para evaluar cómo está respondiendo la economía de la eurozona a los múltiples shocks que enfrenta: el lastre de los aranceles estadounidenses, la debilidad de la industria y las tensiones políticas en países como Francia. La inflación, por su parte, se ha estabilizado en torno al 2%, lo que otorga cierto margen para no actuar de inmediato. Los mensajes recientes desde Fráncfort sugieren que la mayoría del Consejo de Gobierno considera que los tipos están “en el lugar adecuado” y que el siguiente movimiento no llegará hasta diciembre, cuando se publicará un nuevo cuadro de previsiones macroeconómicas. En este contexto, el BCE tratará de transmitir prudencia: ni dar la impresión de que se precipita en los recortes, ni cerrar la puerta a una relajación adicional si el crecimiento se sigue enfriando en los próximos meses.

En EE.UU.:

- **Índice de precios de producción de agosto (10-sep).** El índice de precios de producción de agosto en Estados Unidos, que se publicará el miércoles, debería mostrar un aumento más moderado que en el mes anterior. El consenso apunta a un avance del 0,3% tanto en la lectura general como en la subyacente, tras el fuerte 0,9% registrado en julio. En términos interanuales, se espera que el PPI general se mantenga en el 3,3% y que la tasa subyacente descienda ligeramente al 3,5% desde el 3,7%. Esta evolución refleja que, aunque los costes ligados a los aranceles siguen trasladándose parcialmente a las empresas, la presión inflacionista en bienes y servicios se ha atenuado.
- **IPC del mes de agosto (11-sep).** El dato de inflación de agosto en Estados Unidos, que se publicará el jueves, llega en un momento decisivo tras la debilidad mostrada por el mercado laboral. Se espera que el índice general suba un 0,3% en el mes, lo que llevaría la tasa

interanual al 2,9%, desde el 2,7% previo. En la medida subyacente, que excluye energía y alimentos, el consenso también anticipa un avance del 0,3% mensual y una tasa estable en el 3,1% interanual. Detrás de este repunte estarían los mayores precios en automóviles y en servicios vinculados al turismo, como hoteles y billetes de avión, mientras que los bienes más expuestos a aranceles podrían mostrar cierta moderación en sus incrementos. Esta combinación refuerza la narrativa de una inflación todavía persistente en servicios, pese a la moderación en bienes, y reduce el margen para que la Reserva Federal acelere su ciclo de recortes más allá de los 25 puntos básicos que el mercado ya descuenta para septiembre. En definitiva, el IPC de agosto servirá como prueba de fuego para calibrar si la Fed puede mantener el delicado equilibrio entre apoyar la actividad y evitar un repunte inflacionista que erosione su credibilidad.

- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (11-sep).** Las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo en Estados Unidos, correspondientes a la primera semana de septiembre, se situarán de nuevo en el foco tras el débil informe laboral de agosto. El consenso apunta a un registro en torno a las 234.000 peticiones, algo por debajo de las 237.000 del periodo previo. Las variaciones recientes también han estado influidas por factores estacionales, de modo que el dato deberá interpretarse con cautela. No obstante, en un contexto en el que la tasa de paro ya ha subido al 4,3% y la creación de empleo se ha enfriado con fuerza, cualquier repunte sostenido de las solicitudes reforzaría la percepción de que la Fed tiene argumentos de sobra para recortar en septiembre.
- **Confianza del consumidor de septiembre, medida por la Universidad de Michigan (12-sep).** La confianza del consumidor de septiembre en Estados Unidos, medida en la lectura preliminar de la Universidad de Michigan, probablemente muestre un deterioro respecto al mes anterior. El consenso espera un índice en torno a los 58,0 puntos, ligeramente por debajo de los 58,2 del mes de agosto, en un contexto marcado por la desaceleración del mercado laboral y el repunte reciente de la inflación. La ratio de puestos de trabajo vacantes por desempleado cayó a mínimos desde antes de la pandemia, lo que alimenta la percepción de que encontrar trabajo será más difícil en los próximos meses. De hecho, una mayoría creciente de encuestados anticipa un aumento del desempleo en el año por venir. Al mismo tiempo, las preocupaciones por los precios siguen presentes: tanto las expectativas de inflación a un año como las de más largo plazo se han incrementado ligeramente, aunque permanecen por debajo de los picos observados en primavera. En conjunto, la encuesta refleja un consumidor más cauto, que ve con inquietud la evolución del empleo y de los precios, lo que podría traducirse en un gasto más moderado en la recta final del año.

Mercados

Los mercados han entrado en septiembre con un clima de mayor visibilidad, en parte gracias a que la narrativa de “Ricitos de Oro” continúa vigente: la economía global parece instalarse en un equilibrio delicado, con un crecimiento que se enfría de forma gradual pero no colapsa, y con una inflación que, aunque persiste en algunos segmentos de servicios, tiende a moderarse en bienes y manufacturas. Este escenario ofrece a los bancos centrales margen para virar hacia una política más acomodaticia, sin que de momento se enciendan alarmas de recesión inminente.

La atención inmediata estará en el dato de inflación de agosto en Estados Unidos, que servirá como termómetro de la presión de precios en un contexto de mercado laboral más débil. Ese informe, junto con la reunión de la Reserva Federal de la próxima semana, definirá el tono del corto plazo: si la inflación confirma cierta contención y la Fed cumple con la expectativa de un recorte de tipos gradual, se consolidaría un telón de fondo favorable para los activos de riesgo a pesar de la desfavorable estacionalidad del mes de septiembre.

En paralelo, la agenda estructural sigue mostrando motores de largo plazo que sustentan un tono constructivo: la expansión de la inteligencia artificial más allá de un puñado de grandes compañías y el impulso de la inversión en defensa e infraestructuras en Europa y Japón, entre otros.

Sin embargo, mantener un sesgo excesivamente complaciente sería arriesgado. Los focos de incertidumbre siguen siendo relevantes y múltiples: un deterioro más acusado de la actividad en Estados Unidos, Europa o China, la posibilidad de que resurjan tensiones comerciales con la administración Trump y la fragilidad institucional que implican las dudas sobre la independencia de la Fed. Además, los equilibrios actuales dependen de la credibilidad de los bancos centrales para manejar un aterrizaje suave, algo que históricamente rara vez se logra sin episodios de volatilidad intermedia.

Por todo ello, nuestro posicionamiento de corto plazo es de neutralidad. Reconocemos que los factores estructurales —innovación tecnológica, estímulo fiscal selectivo y condiciones financieras algo más benignas— ofrecen soporte al ciclo de mercado. Pero, al mismo tiempo, la magnitud de los riesgos latentes obliga a preservar flexibilidad y disciplina en la gestión, preparados tanto para aprovechar ventanas de oportunidad como para responder con rapidez a posibles shocks. En otras palabras, el entorno es constructivo, pero la estabilidad que aparentan los mercados es más frágil de lo que podría sugerir la narrativa dominante.

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.