



Asset Management

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 1 al 5 de septiembre de 2025

Madrid, 1 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	183,8	-0,63%	-1,90%	0,96%	8,18%	5,31%
	EUROSTOXX 50	5.351,7	-0,83%	-2,49%	0,60%	9,31%	8,93%
	UK	9.187,3	-0,32%	-1,44%	0,60%	12,41%	10,11%
	ALEMANIA	23.902,2	-0,57%	-1,89%	-0,68%	20,06%	27,26%
	FRANCIA	7.703,9	-0,76%	-3,34%	-0,88%	4,38%	1,67%
	ESPAÑA	14.935,8	-0,90%	-2,99%	3,74%	28,81%	31,80%
ITALIA	42.196,2	-0,59%	-2,57%	2,95%	23,43%	24,55%	
USA	S&P 500	6.460,3	-0,64%	-0,10%	1,91%	9,84%	15,52%
	S&P 100	3.195,8	-0,76%	0,04%	2,06%	10,57%	18,81%
	NASDAQ	21.455,6	-1,15%	-0,19%	1,58%	11,11%	22,21%
	DOW JONES	45.544,9	-0,20%	-0,19%	3,20%	7,05%	10,84%
JAPÓN	NIKKEI	42.718,5	-0,26%	0,20%	4,01%	7,08%	11,33%
EMERGENTES (*)	GLOBAL	641,3	-0,47%	-0,60%	-0,40%	1,03%	9,74%
	EUROPA	52,2	-0,94%	-3,08%	-4,03%	28,47%	24,29%
	ASIA	497,4	-0,09%	0,31%	-0,75%	7,72%	18,54%
	LATAM	2.050,9	-0,45%	1,25%	4,97%	14,57%	-0,04%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.177,7	-0,53%	-0,36%	2,49%	12,67%	15,05%

	TIPOS DE INTERÉS				
	USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses	4,14	2,01	1,86	4,10	0,48
1 Año	3,83	2,01	1,90	3,90	0,72
3 Años	3,58	2,22	2,05	3,95	0,94
5 Años	3,70	2,51	2,26	4,10	1,15
10 Años	4,23	3,33	2,72	4,72	1,60
30 Años	4,93	4,22	3,34	5,60	3,19

	BONOS					
	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Monetario	154,2	0,01%	0,03%	0,15%	1,55%	2,78%
Crédito	245,2	-0,07%	-0,04%	0,00%	2,35%	4,42%
Gobiernos	711,4	-0,14%	-0,22%	-0,44%	-0,06%	0,98%
RF Emergente	1239,6	0,02%	0,31%	-0,56%	-2,53%	4,15%
High Yield	388,5	-0,04%	-0,05%	0,05%	4,02%	7,14%

	DIVISAS					
	Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Eur/Dólar	1,17	0,03%	-0,27%	2,37%	12,86%	5,09%
Eur/Yen	171,86	0,11%	-0,19%	-0,13%	5,58%	6,89%
Eur/Libra	0,87	0,11%	-0,11%	0,15%	4,60%	2,67%

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre 29-ago.-25

	MATERIAS PRIMAS					
	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Petróleo	68,1	-0,73%	0,58%	-6,08%	-8,74%	-13,39%
Oro	3448,0	0,90%	2,26%	4,80%	31,38%	37,66%
Metales	132,1	0,32%	1,96%	6,88%	3,08%	3,12%

Cierre Semanal

Lo que llevamos de 2025 ha estado marcado por una sucesión de sobresaltos en el ámbito económico y político que, sin embargo, no han logrado alterar de manera significativa el pulso de los mercados financieros. La imagen es la de una economía global sometida a sacudidas bruscas, donde cambios repentinos en política comercial, fiscal y monetaria generan oscilaciones fuertes en las dinámicas macroeconómicas y la confianza. A pesar de ello, las bolsas se mantienen cerca de máximos históricos y la volatilidad implícita ha caído a niveles mínimos de los últimos años. La aparente desconexión entre la inestabilidad del entorno y la tranquilidad de los mercados es, por ahora, la paradoja central del momento.

En el caso de Estados Unidos, la dinámica de crecimiento ilustra bien cómo los shocks de política comercial pueden alterar las cifras de un trimestre a otro sin que exista un cambio de fondo en la tendencia. Durante el primer trimestre, el anticipo de importaciones para esquivar los nuevos aranceles provocó un deterioro del saldo exterior que arrastró al PIB hasta una contracción del -0,5% trimestral anualizado. La fotografía cambió por completo en el segundo trimestre: las importaciones se redujeron, las exportaciones repuntaron y el saldo externo se tornó positivo, lo que impulsó un crecimiento del 3,3%. Para el resto del mundo, y en particular

para los grandes exportadores hacia Estados Unidos, el efecto fue el inverso: primero disfrutaron de una aceleración, gracias al tirón de la demanda norteamericana, y después sufrieron la corrección cuando esas compras se desvanecieron. Este vaivén se ha trasladado a los indicadores de confianza, tanto de consumidores como de empresas, que oscilan en función de las expectativas sobre el rumbo de la política comercial. El panorama sigue abierto, con sectores estratégicos como semiconductores y farmacéutico aún pendientes de posibles nuevas rondas de aranceles, mientras se mantienen amenazas cruzadas en el terreno de los servicios digitales y la tecnología.

Al mismo tiempo, la Reserva Federal se encuentra bajo una presión inédita. El intento de destitución de uno de sus gobernadores ha desatado un pulso legal que podría redefinir los límites de la autonomía del banco central. El riesgo es que se abra la puerta a una subordinación de la política monetaria a los intereses inmediatos del Ejecutivo, en un contexto donde la sostenibilidad de la deuda pública se ha convertido en un argumento explícito para reclamar recortes agresivos de los tipos de interés. El déficit se proyecta por encima del 6% del PIB y el coste de los intereses no para de crecer, lo que alimenta la tentación de utilizar a la Fed como herramienta para abaratar la financiación del Tesoro.

De momento, los mercados no parecen inquietos. El índice S&P 500 roza sus máximos históricos, el VIX se sitúa por debajo de 15 y las primas de riesgo corporativo siguen contenidas. Solo la parte larga de la curva de tipos ofrece un síntoma de preocupación: los rendimientos a 30 años han repuntado con fuerza, anticipando que los desequilibrios fiscales y la erosión institucional podrían tener consecuencias a más largo plazo. Sin embargo, mientras las empresas continúen publicando beneficios sólidos y la inflación se mantenga controlada, los inversores muestran una disposición sorprendente a ignorar los riesgos estructurales. Incluso la percepción de que la Fed pueda perder independencia se traduce, para algunos, en mayor probabilidad de recortes de tipos, lo que termina reforzando el atractivo de la renta variable en el corto plazo.

En este contexto, la publicación de los próximos datos de empleo en Estados Unidos se convierte en una pieza clave. Un descenso de la tasa de paro hacia el 4% podría enfriar la expectativa de una reducción inmediata de tipos, mientras que un repunte hacia el 4,4% abriría la puerta a una bajada más agresiva de medio punto. Las previsiones más realistas apuntan a un crecimiento del empleo de unos 75.000 puestos, estabilidad en la tasa de paro en torno al 4,2% y un avance moderado de los salarios en línea con la tendencia reciente. La economía mantiene por ahora una expansión firme, con el PIB del segundo trimestre revisado al alza y señales positivas en inversión y consumo, aunque el tercer trimestre se perfila más débil.

En Europa, la atención se concentra en Francia, donde el Gobierno afronta una moción de confianza que tiene visos de provocar su caída y abrir un periodo de inestabilidad política. Esta situación se produce en paralelo a unos datos macroeconómicos más discretos, con la demanda interna mostrando debilidad y la inflación estabilizada cerca del objetivo del banco central. En el conjunto de la zona euro, los precios se mantienen en torno al 2,1% en el índice general y el 2,3% en el subyacente, lo que reduce la urgencia de cambios en la política monetaria. Al otro lado del Canal, el Reino Unido sigue atrapado entre una inflación persistente y un crecimiento modesto, lo que genera dudas respecto de las decisiones del Banco de Inglaterra.

En Asia, el foco se dirige hacia Japón. La autoridad monetaria ha dado señales claras de que prepara un aumento de tipos en octubre, respaldada por la fortaleza del mercado laboral y el crecimiento de los salarios. Aunque los últimos datos de inflación en Tokio mostraron cierta moderación por efecto de los subsidios energéticos, la tendencia de fondo sigue apuntando a presiones suficientes para justificar un mayor endurecimiento de la política monetaria. En paralelo, el pulso comercial mantiene vivo el riesgo de nuevas turbulencias. India soporta ahora un arancel del 50% sobre exportaciones a Estados Unidos, mientras que Europa avanza hacia un acuerdo con Washington para reducir gravámenes en sectores industriales y agrícolas. No obstante, las amenazas de represalias en el ámbito de los servicios digitales y los semiconductores recuerdan que la confrontación arancelaria está lejos de resolverse.

En suma, el mundo financiero se encuentra en una situación paradójica: los mercados parecen inmunes a unas tensiones políticas y fiscales que, en circunstancias normales, habrían generado un mayor grado de inquietud. El equilibrio actual se sostiene en los beneficios empresariales y en la expectativa de recortes de tipos, pero no está exento de riesgos. El otoño traerá pruebas duras: la evolución de los datos laborales, la estabilidad política en Europa y la posibilidad de nuevas rondas de tarifas podrían romper la actual calma y reintroducir volatilidad en el mercado.

Renta Variable

A las puertas de septiembre, la dinámica de los mercados financieros refleja un apetito por el riesgo que atraviesa prácticamente todos los activos. Desde la renta variable hasta el crédito corporativo, pasando por las criptomonedas y las divisas cíclicas, la confianza de los inversores se ha visto alimentada por la expectativa de que la Reserva Federal reduzca tipos de interés y por la resiliencia inesperada del consumo estadounidense. Incluso las turbulencias políticas en torno a la Reserva Federal y algunas señales mixtas desde el mercado laboral no

han conseguido frenar el impulso, en lo que se ha convertido en un verano de avances casi ininterrumpidos.

El S&P 500 ha encadenado cuatro meses consecutivos de subidas, apoyado en la narrativa de un crecimiento revisado al alza en el segundo trimestre hasta el 3,3% y en la percepción de que la inflación está bajo control. El único bache visible fue el retroceso tecnológico del último viernes de agosto, que se interpretó más como un respiro puntual en un rally prolongado que como un cambio de tendencia.

Incluso después del decepcionante informe de empleo de julio, que en otro contexto habría desatado turbulencias, los mercados se han mantenido en calma. Para muchos inversores, esta tranquilidad no es un signo de complacencia, sino una muestra de confianza en que los fundamentos económicos, aunque no brillantes, son lo suficientemente sólidos como para sostener el ciclo.

En definitiva, el verano ha dejado a Wall Street en una posición de fuerza, con un tren de momentum que entra en septiembre a toda velocidad. La narrativa dominante —Fed a punto de recortar tipos, consumo interno resistente, inflación controlada y volatilidad en mínimos— sostiene la confianza en que el ciclo aún tiene recorrido. Pero al mismo tiempo, crece el reconocimiento de que este rally, tan amplio y persistente, puede volverse vulnerable si alguno de esos pilares se tambalea. Por ahora, los inversores parecen dispuestos a aceptar el riesgo de seguir subidos al tren, conscientes de que el mercado ha castigado con dureza a los que han optado por quedarse en el andén.

Sin embargo, tras varias semanas de ascensos consecutivos, los mercados mostraron señales de pausa en la última semana de agosto. Tras la euforia que se desató a raíz de la intervención de Powell en Jackson Hole, que impulsó a los principales índices globales a nuevos máximos históricos, la última semana se ha caracterizado por una fase de consolidación técnica. Los inversores han digerido un cúmulo de noticias mixtas que, en conjunto, han frenado el ímpetu comprador sin llegar a deteriorar el tono de fondo.

En Estados Unidos, los principales índices cerraron con un balance semanal prácticamente plano. El S&P 500 retrocedió un 0,1%, mientras que el Nasdaq cedió un 0,2%. Las guías más prudentes de Nvidia actuaron como freno para el sector tecnológico, que venía siendo uno de los motores del rally, al tiempo que la presión política sobre la Fed introdujo un factor adicional de incertidumbre. Aun así, el mercado mantuvo cierto apoyo en la revisión al alza del PIB del segundo trimestre hasta el 3,3%, lo que reafirmó la resiliencia de la economía estadounidense.

En Europa, la corrección fue más acusada, con caídas semanales abultadas en los principales índices del continente. La moción de confianza en Francia se perfila como un evento clave en septiembre, y los inversores descuentan un escenario complicado que podría añadir volatilidad al mercado regional, lo que justificó que el índice francés acumulara caídas semanales significativas. Además, los ataques de Rusia sobre Ucrania, que devolvieron al primer plano el riesgo geopolítico, parecen alejar la expectativa de un rápido proceso de paz entre ambos países, lo que también pesó negativamente sobre la evolución bursátil europea.

El Euro Stoxx 50 retrocedió un 2,5% en la semana, mientras que el DAX alemán perdió un 1,9% y el Ibex 35 español se dejó un 3,0%. Italia tampoco escapó a la tendencia, con un descenso del 2,6%. Los sectores financiero, eléctrico e inmobiliario se situaron a la cabeza de las pérdidas, al descontarse un mayor riesgo fiscal derivado de la inestabilidad política.

Entre los emergentes, la nota positiva vino de Latinoamérica, donde el índice regional avanzó un 1,3% en la semana y un 5% en agosto, beneficiándose de la fortaleza de las materias primas y de flujos de entrada de capital. En cambio, el índice agregado de emergentes globales retrocedió un 0,6%, lastrado por Asia y Europa emergente.

A nivel global, el MSCI World cerró la semana con un descenso marginal del 0,4%, que no impide que agosto sume un avance del 2,5% y que en el conjunto del año el índice acumule una subida cercana al 13%.

Renta Fija

Lo más llamativo de la semana en el mundo de la renta fija fue el repunte que experimentaron los tramos más largos de la curva de tipos estadounidense, reflejando las dudas sobre la independencia de la Fed y sus consecuencias a largo plazo sobre las tasas de inflación.

De esta forma, el bono a 30 años en Estados Unidos repuntó 5 puntos básicos, hasta niveles del 4,93%. Sin embargo, las expectativas de un recorte de tipos por parte de la Reserva Federal en su próxima reunión, arrastró a la baja las rentabilidades de los tramos más cortos de la curva americana. Incluso el tipo a 10 años consiguió cerrar con un ligero retroceso semanal de rentabilidad, hasta el 4,23%. En definitiva, la semana nos dejó un relevante aumento de la pendiente de la curva estadounidense en todos sus tramos.

Mientras que en EE. UU. el debate se centra en la independencia de la Fed y sus implicaciones a largo plazo, en Europa la atención estuvo en las tensiones políticas internas, particularmente en Francia. Así las cosas, el bono alemán a 10 años se mantuvo estable en el 2,72% de

rentabilidad. Sin embargo, asistimos a un fuerte repunte en la prima de riesgo francesa, que se disparó 9 puntos básicos en el cómputo semanal, hasta un total de 79 puntos básicos, ya muy por encima de los 60 puntos básicos de la prima de riesgo española, que apenas repuntó en la última semana.

En consecuencia, la presión sobre la deuda francesa se tradujo en una ligera caída semanal en los precios de los bonos soberanos europeos, que retrocedieron un 0,2%. En contraste, la deuda corporativa cerró con un mejor comportamiento relativo y cerró con pocos cambios semanales, tanto en el segmento de grado de inversión como en el "high yield".

Materias primas

La semana en el mercado de materias primas dejó un balance alcista. El petróleo consiguió repuntar un 0,6% en los últimos siete días, aunque sigue acumulando pérdidas significativas tanto en el mes (-6,1%) como en lo que va de año (-8,7%), reflejando la preocupación por la debilidad de la demanda global. Por su parte, los metales industriales avanzaron un 2% semanal y el oro sumó un 2,3%, consolidando su papel como activo refugio en un entorno de elevada incertidumbre. El metal precioso se revaloriza ya más de un 30% en 2025, mientras que los metales básicos mantienen una tendencia más moderada.

Divisas

En el mercado de divisas, el euro mostró un comportamiento bajista durante la última semana. Frente al dólar se depreció un 0,3%, aunque mantiene un avance cercano al 13% en lo que va de año. La inestabilidad política en Francia sirvió de contrapeso a los intentos de Trump por controlar la composición del FOMC. Frente al yen japonés, el euro cedió un 0,2% en la semana y prácticamente se mantuvo plano en el mes, mientras que contra la libra esterlina también retrocedió ligeramente (-0,1% semanal). En conjunto, el euro sigue en niveles elevados frente a sus principales pares, pero la corrección semanal es un reflejo de las incertidumbres políticas en Francia.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

Los datos publicados durante la última semana en Europa confirman que el continente sigue sumido en una situación de estancamiento económico, con tasas de inflación que se estabilizan en torno al objetivo del BCE.

En el mundo de los indicadores adelantados, el índice de confianza económica de la Comisión Europea descendió a 95,2 puntos en agosto, por debajo de las expectativas del consenso y del dato de julio. El deterioro respondió a un retroceso en la confianza del consumidor, que se situó en los -15,5 puntos, reflejando una mayor cautela sobre la situación financiera de los hogares. Del mismo modo, la confianza del consumidor de agosto en Alemania decepcionó con una lectura de -23,6 puntos, por debajo tanto de los -21,7 anteriores como de los -21,5 proyectados por los expertos. Sin embargo, la encuesta IFO en Alemania sorprendió al alza en agosto, con el índice de expectativas alcanzando los 91,6 puntos, su nivel más alto desde 2022, frente a la lectura revisada de 90,8 en julio y por encima de las expectativas del consenso. El repunte refleja un renovado optimismo entre las compañías alemanas tras el acuerdo comercial alcanzado entre la Unión Europea y Estados Unidos, aunque las condiciones actuales del negocio siguen mostrando debilidad.

El dato preliminar de inflación de agosto en las principales economías del sur de Europa mostró cierta moderación respecto a lo esperado. En Francia, el IPC se desaceleró hasta el 0,8% interanual, lastrado por la caída de la energía (-6,2%) y por una notable pérdida de dinamismo en los servicios, que pasaron del 2,5% al 2,1%. En España, la inflación se mantuvo en el 2,7%, interanual, mientras que en Italia permaneció estable en el 1,7%. En los tres casos, las cifras quedaron una décima por debajo de las previsiones de consenso. Estos resultados sugieren que, aunque persisten diferencias entre países, la inflación en la región se mantiene próxima al objetivo del 2% del BCE, reforzando la expectativa de que el banco central mantenga los tipos sin cambios en septiembre. La excepción la marca Francia, donde el enfriamiento del consumo y la incertidumbre política añaden un sesgo bajista adicional a las perspectivas de precios.

Por el contrario, la inflación en Alemania fue más firme de lo esperado y el IPC armonizado preliminar de agosto se situó en el 2,1% interanual, una décima por encima de lo esperado y en claro contraste con el 1,8% del mes anterior.

En otro orden de cosas, la oferta monetaria de julio en la eurozona aumentó un 3,4% interanual, ligeramente por debajo de la mediana de estimaciones del mercado, pero manteniendo una senda de crecimiento estable frente al 3,3% registrado en junio. Por otra

parte, las ventas minoristas en Alemania registraron una clara corrección en julio, con un descenso del 1,5%, tras el repunte de junio y muy por debajo del 0,0% estimado por los expertos. El retroceso se explicó por la debilidad en varias categorías clave: alimentación (-1,4%), muebles (-1,5%) y, especialmente, productos farmacéuticos y cosméticos (-4,7%). También el comercio online cedió un notable -3,3% después del fuerte crecimiento del mes previo.

En España, el número de hipotecas constituidas alcanzó las 53.438 operaciones en junio, lo que supone un avance interanual del 31,4%. El capital prestado ascendió a 9.778 millones de euros, con un incremento del 45,7% respecto al mismo mes de 2024. Por otra parte, los precios de producción en España pasaron del 1,0% al 0,3% interanual en julio.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

En Estados Unidos, la economía sigue dando muestras de solidez, aunque la fortaleza del PIB del segundo trimestre contrastó con cierta debilidad en los indicadores adelantados.

Comenzando por este punto, la confianza del consumidor del Conference Board, retrocedió hasta los 97,4 puntos en agosto, desde un dato de julio revisado al alza de 98,7 puntos. Sin embargo, la lectura se situó por encima de los 96,5 puntos previstos por los analistas. En contraste, la confianza del consumidor medida por la Universidad de Michigan cayó a un mínimo de tres meses, situándose en 58,2 puntos frente a los 61,7 de julio y por debajo de lo esperado. Más allá del retroceso agregado, lo más llamativo es la fuerte polarización política en las percepciones: el índice entre votantes republicanos se disparó hasta los 96,3 puntos, mientras que entre demócratas se hundió hasta los 38,8, una brecha récord de casi 60 puntos. Esta división también se refleja en las expectativas de inflación: los republicanos prevén un aumento de precios del 1,3% en el próximo año, mientras que los demócratas anticipan un 6,1%, más del doble de la tasa oficial. El dato pone de relieve cómo la confianza de los hogares en EE. UU. está cada vez más condicionada por la afiliación política, lo que añade un componente de volatilidad y complejidad a la interpretación de los indicadores de sentimiento.

En cuanto a los datos de actividad real de julio, los pedidos de bienes duraderos ofrecieron una señal de fortaleza inesperada en la inversión empresarial, al repuntar un 1,1% excluyendo defensa y aeronaves, superando con holgura las previsiones del consenso. Por otra parte, el dato revisado de PIB del segundo trimestre mostró un crecimiento del 3,3% anualizado frente al 3% inicialmente estimado, reflejando la fortaleza del comercio exterior y la inversión empresarial. El comercio exterior neto, que añadió casi cinco puntos porcentuales al

crecimiento, la mayor contribución registrada hasta la fecha, compensó la debilidad de la demanda interna.

En el mundo inmobiliario, los precios de la vivienda retrocedieron un 0,2% en junio, algo por debajo de lo previsto. Sin embargo, en tasa interanual, el crecimiento de los precios se situó en el 2,14%, por encima del 2,09% proyectado. Por otra parte, las ventas de viviendas nuevas sorprendieron al alza en julio, alcanzando un total anualizado de 652.000 unidades vendidas, por encima de las previsiones de 630.000 y tras una revisión al alza del mes anterior. La mejora se explica por la combinación de una caída de precios y el uso masivo de incentivos comerciales. Para terminar, las ventas pendientes de viviendas cayeron un 0,4% en julio, algo por debajo de lo previsto por el consenso.

En el mercado laboral, las solicitudes semanales de subsidio por desempleo cayeron hasta las 229.000, lo que refleja que las empresas mantienen su plantilla pese a la incertidumbre, aunque con menor dinamismo en la contratación.

En la sesión del viernes, los ingresos y gastos personales del mes de julio confirmaron la resiliencia del consumo pese a la persistencia de la inflación. El gasto de los hogares, ajustado por precios, avanzó un 0,3%, el mayor aumento en cuatro meses, impulsado por compras de bienes duraderos como automóviles y equipamiento doméstico. Los ingresos disponibles reales subieron un 0,2%, apoyados en un incremento del 0,6% en sueldos y salarios, mientras que la tasa de ahorro permaneció estable. El PCE subyacente —la referencia clave para la Fed— se alineó con lo esperado y repuntó un 2,9% interanual, su nivel más alto desde febrero, reflejando el encarecimiento de los servicios. Aunque el consumo sigue sosteniendo el ciclo, el deterioro del mercado laboral y la presión al alza en los precios de bienes derivada de los nuevos aranceles plantean dudas sobre la sostenibilidad de este impulso en los próximos meses.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

La inflación en Tokio se moderó en agosto, con el IPC general creciendo un 2,6% interanual frente al 2,9% de julio, en línea con lo esperado. Sin embargo, la medida subyacente que excluye alimentos frescos y energía se mantuvo elevada en el 3%, reflejando presiones persistentes en alimentos y servicios intensivos en mano de obra. Por otra parte, los datos de producción industrial y ventas minoristas de julio salieron por debajo de lo esperado en ambos casos.

Durante el fin de semana, los PMI de agosto en China confirmaron que la economía aún no logra sacudirse la debilidad mostrada en julio. El manufacturero apenas repuntó hasta los 49,4 puntos, todavía en zona de contracción, reflejando la fragilidad de la demanda interna y externa. Más preocupante fue el desplome del PMI de construcción, que cayó a 49,1 puntos, el nivel más bajo desde el inicio de la pandemia, afectado por la debilidad estructural del sector inmobiliario. El PMI no manufacturero, por su parte, se mantuvo en terreno expansivo con 50,3 puntos, apoyado en el turismo estival y el rally bursátil, aunque se trata de motores poco sostenibles en el tiempo. Este cuadro sugiere que la economía sigue necesitando estímulos adicionales, pero el fuerte repunte de las bolsas podría hacer que el Banco Popular de China actúe con cautela a la hora de añadir liquidez de forma inmediata.

Catalizadores Semanales

Esta semana la atención macroeconómica estará centrada en varios frentes clave. En EE. UU., el informe de empleo de agosto será determinante, ya que podría confirmar la moderación del mercado laboral. También conoceremos los datos de demanda laboral de julio, que deberían reforzar la idea de enfriamiento gradual. En la eurozona, el dato preliminar de inflación de agosto en la eurozona será el acontecimiento macroeconómico más importante.

En España:

- **PMI manufacturero del mes de agosto (1-sep).** Según la encuesta de Bloomberg, el PMI manufacturero de España correspondiente a agosto se situaría en 52,1 puntos, ligeramente por encima del registro de julio (51,9) y en zona claramente expansiva. De confirmarse, sería el nivel más alto desde diciembre de 2024, lo que reflejaría una recuperación paulatina de la actividad industrial tras un arranque de año más débil. El dato contrasta con la persistente contracción del sector en Italia (49,8) y con la atonía en otros países de la eurozona, reforzando la percepción de que España mantiene un mejor desempeño relativo en el ciclo europeo.
- **Desempleo registrado en el mes de agosto (2-sep).** Tras varios meses de fuertes descensos, el desempleo registrado en España apenas se redujo en julio (-1.357 personas), mostrando ya signos de agotamiento en la mejora estacional: el paro subió entre los mayores de 25 años y en el sector servicios, mientras que la caída se concentró en jóvenes y en agricultura. Con este punto de partida y teniendo en cuenta que agosto suele traer el fin de numerosos contratos ligados al turismo y cierta debilidad en industria y construcción, es previsible que el dato del próximo martes muestre un repunte moderado del paro, en el entorno de 20.000-30.000 personas, aunque manteniendo un balance interanual claramente positivo respecto a 2024.
- **PMI de servicios y compuesto del mes de agosto (5-sep).** El PMI de servicios de España correspondiente a agosto se publicará el próximo miércoles y, según la encuesta de Bloomberg, se espera que se sitúe en 54,2 puntos, por debajo de los 55,1 de julio. De confirmarse, marcaría la primera corrección en tres meses, aunque el índice seguiría claramente en terreno expansivo. Este retroceso reflejaría una cierta normalización tras la fortaleza del sector en pleno verano, pero sin poner en cuestión el buen tono de la actividad en servicios, que sigue siendo el principal sostén del crecimiento español y motor diferencial frente a otras economías de la eurozona más débiles.

- **Precios de la vivienda del segundo trimestre (5-sep).** El fuerte repunte de los precios de la vivienda en España en el primer trimestre (+3,5% trimestral y +12,2% interanual) refleja un mercado aún muy tensionado por la combinación de demanda sólida, escasez de oferta y atractivo del sector residencial como activo refugio. Sin embargo, es poco probable que este ritmo tan intenso se mantenga durante el resto del año. El enfriamiento del empleo y la incertidumbre política añaden elementos de cautela. Con todo, la escasez estructural de vivienda en alquiler y la persistente demanda en las grandes ciudades sugieren que los precios seguirán al alza, aunque de forma más gradual, con tasas previsiblemente más moderadas a partir del segundo trimestre.

En Europa:

- **Inflación preliminar de agosto en la eurozona (2-sep).** Para agosto se espera que la inflación de la eurozona registre un ligero repunte hasta el 2,1% interanual, frente al 2,0% de julio, impulsada principalmente por efectos de base en los precios de la energía. En cambio, la inflación subyacente mostraría una leve moderación al 2,2%, desde el 2,3% previo, lo que confirma la tendencia a la baja en los componentes más persistentes como servicios. En conjunto, el cuadro sugiere que la inflación se mantiene en un rango muy próximo al objetivo del BCE, lo que refuerza las expectativas de que el Consejo de Gobierno mantenga los tipos sin cambios en su reunión de septiembre. Más allá del dato de agosto, los analistas prevén que el índice general vuelva a repuntar en septiembre al diluirse los efectos energéticos, pero que posteriormente se estabilice en torno al 2% hasta final de año.
- **Ventas minoristas de julio en la eurozona (4-sep).** Para julio, las ventas minoristas en la eurozona apuntan a una corrección mensual del -0,2%, tras el repunte del 0,3% en junio, lo que supondría el registro más débil desde mayo. En términos interanuales, el crecimiento se moderaría al 2,4% frente al 3,1% del mes previo. Estos datos reflejarían que, aunque el consumo privado sigue contribuyendo positivamente al crecimiento, lo hace con menos intensidad en un contexto de incertidumbre política en varios países y de pérdida de dinamismo en la renta real disponible. En suma, el gasto de los hogares se mantiene como soporte para la economía europea, pero con señales de agotamiento que podrían trasladarse a un menor empuje de la demanda interna en la parte final del año.

En EE.UU.:

- **ISM manufacturero del mes de agosto (2-sep).** El ISM manufacturero de EE. UU. de agosto, que se publicará el martes 2, se espera que se sitúe en los 49,0 puntos, por encima de los 48,0 puntos de julio. De confirmarse, marcaría una mejora respecto al mes previo, aunque el índice seguiría en zona de contracción (<50). Los sondeos de los bancos regionales de la Fed apuntan a un repunte de los nuevos pedidos y envíos, lo que aportaría algo de alivio a la industria tras varios meses débiles. Sin embargo, la encuesta también podría reflejar inventarios más altos y entregas de proveedores más lentas, factores que suelen interpretarse como síntomas de potenciales presiones inflacionistas de corto plazo. En conjunto, el dato probablemente confirme una industria con señales incipientes de estabilización, lo que encajaría con la narrativa de la Fed de que el crecimiento se modera, pero sin un deterioro brusco.
- **Encuesta de rotación laboral y puestos de trabajo vacantes del mes de julio (3-sep).** El informe JOLTS de julio debería mostrar un ligero repunte de las vacantes de empleo, hasta unos 7,5 millones frente a los 7,44 millones de junio, lo que sugiere que la demanda laboral se mantiene relativamente firme. La ratio de vacantes frente a desempleados descendería levemente, apuntando a un mercado algo menos tensionado, mientras que la tasa de renuncias voluntarias se mantendría en torno al 2%, aunque con un sesgo a la baja. En conjunto, los datos confirmarían un ajuste gradual del mercado laboral estadounidense, consistente con una desaceleración ordenada más que con una ruptura brusca.
- **La Reserva Federal publica el Libro Beige (3-sep).** El Libro Beige de la Reserva Federal, que se publicará el miércoles, previsiblemente mostrará una economía que continúa expandiéndose a un ritmo moderado, con una ligera mejora en servicios y cierta estabilización en manufacturas tras meses de debilidad. Las empresas seguirían reportando presión en costes ligada a los aranceles, aunque con cautela a la hora de trasladarlos a precios finales, mientras que en el mercado laboral se reflejaría un enfriamiento gradual, con menores dificultades para contratar y una moderación en los salarios. En conjunto, el informe confirmaría la narrativa de una desaceleración ordenada de la economía estadounidense, lo que reforzaría la percepción de que la Fed dispone de margen para reiniciar en septiembre su ciclo de recortes de tipos sin desatender del todo los riesgos inflacionistas.
- **ISM no manufacturero del mes de agosto (4-sep).** El ISM no manufacturero de agosto, que se publicará el jueves, debería confirmar que el sector servicios —motor de la economía estadounidense— se mantiene en zona de expansión, aunque con un tono más moderado que en meses previos. El consenso sitúa el índice en torno a 50,9 puntos, apenas por encima de los

50,1 de julio. Las encuestas regionales de la Fed ofrecen una imagen mixta, con retrocesos en Nueva York y Filadelfia frente a una mejora en Dallas, lo que sugiere un crecimiento desigual. El componente de precios seguirá siendo clave, ya que muchas empresas reconocen estar absorbiendo parte del impacto de los aranceles y trasladando los mayores costes de forma gradual, lo que mantiene las presiones inflacionistas latentes. En definitiva, se espera un dato que refleje un sector todavía resiliente, aunque cada vez más condicionado por el encarecimiento de insumos y la pérdida de dinamismo en el consumo

- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (4-sep).** Las solicitudes semanales de desempleo en EE. UU., que se conocerán el jueves 4 de septiembre, probablemente muestren una lectura muy similar a la de la semana anterior, en torno a las 230.000 peticiones iniciales, lo que confirmaría que los despidos se mantienen en niveles bajos. Sin embargo, las solicitudes totales siguen elevadas, lo que refleja que quienes pierden el empleo tardan más en encontrar uno nuevo. En conjunto, los datos transmiten la idea de un mercado laboral que ya no crea empleo con la misma fuerza, pero que tampoco registra un deterioro brusco en términos de destrucción de puestos de trabajo: un patrón coherente con la narrativa de desaceleración gradual que la Fed viene subrayando.
- **Balanza comercial del mes de julio (4-sep).** La balanza comercial de EE. UU. de julio, que también se publicará el jueves 4, previsiblemente mostrará un déficit más amplio, en el entorno de los 78.000 millones de dólares, frente a los 60.200 millones del mes anterior. Las cifras adelantadas del mercado de bienes ya reflejaron un fuerte aumento de las importaciones (+7,1%), especialmente de suministros industriales y bienes de consumo, mientras que las exportaciones se mantuvieron más contenidas. Parte de este repunte de importaciones se explica por el reabastecimiento de inventarios tras el ajuste del primer semestre y por la entrada anticipada de mercancías antes de que se apliquen aranceles adicionales. En conjunto, los datos apuntan a que el sector exterior volverá a restar al crecimiento en el tercer trimestre, añadiendo presión sobre una economía que ya muestra signos de moderación en la demanda interna.
- **Datos de empleo del mes de agosto (5-sep).** El informe de empleo de agosto en EE. UU., que se publicará el viernes 5, será el gran dato de la semana y clave para la decisión de la Fed en septiembre. El consenso apunta a una creación de en torno a 75.000 puestos de trabajo, tras los 73.000 de julio, lo que confirmaría la senda de desaceleración gradual en el mercado laboral. La tasa de paro se mantendría en el 4,2%, aunque con el riesgo de que suba una décima al 4,3% si la participación laboral no sigue cayendo. Los salarios medios por hora crecerían un 0,3% mensual, manteniendo el ritmo anual en el 3,9%, consistente con presiones inflacionistas contenidas. En conjunto, se espera un informe que muestre un mercado laboral todavía resiliente, pero claramente menos tensionado que hace un año.

Mercados

Los mercados financieros han dado una muestra clara de fortaleza durante las últimas semanas. A pesar de la acumulación de factores de riesgo económicos, comerciales, políticos y geoestratégicos, los principales índices bursátiles han logrado sostenerse en niveles elevados, prolongando un rally que ya nos acompaña desde el pasado mes de abril.

La clave ha estado en una narrativa que combina cuatro elementos de apoyo: la expectativa de que la Fed retome en septiembre su ciclo de recortes de tipos, una campaña de presentación de resultados muy sólida, que ha permitido que se moderen las preocupaciones arancelarias, la resistencia de la actividad económica tanto en EE. UU. como en la eurozona, y la percepción de que la inflación, aunque no del todo vencida, se ha estabilizado en niveles compatibles con los objetivos de los bancos centrales. A ello se suma un frente comercial algo más calmado, con los aranceles “estabilizados” tras meses de sobresaltos, y señales de progreso en acuerdos bilaterales que reducen, al menos temporalmente, la sensación de fragmentación global.

Con todo, sería imprudente interpretar esta aparente calma como garantía de continuidad. El mercado se muestra hoy muy complaciente, con volatilidades en mínimos y una estacionalidad —la del inicio del otoño— tradicionalmente poco propicia para los activos de riesgo. Además, persisten riesgos latentes que podrían desencadenar episodios de corrección: el debate sobre la independencia de la Reserva Federal, intensificado tras la destitución de Lisa Cook; la potencial ilegalidad de los aranceles de Trump, que podría desembocar en un fallo judicial con enormes implicaciones fiscales y comerciales; la ausencia de una hoja de ruta clara hacia la paz en Ucrania; y la creciente inestabilidad política en Francia, donde la moción de confianza prevista para septiembre amenaza con debilitar aún más al Gobierno y tensionar los mercados de deuda soberana en la eurozona.

En este contexto de equilibrio inestable, mantenemos una visión neutral en renta variable. La resistencia mostrada por los índices demuestra que la liquidez y las expectativas de recortes de tipos siguen siendo un soporte importante, pero la falta de margen adicional en valoraciones y la persistencia de riesgos estructurales limitan el potencial de revalorización sin que medien catalizadores nuevos. Por ello, seguimos recomendando la máxima diversificación de las carteras, tanto en el plano geográfico, como sectorial y por estilos de inversión. De esta manera, los inversores pueden capturar la resiliencia de los mercados, pero a la vez estar mejor preparados para episodios de volatilidad que, a nuestro juicio, son probables en los próximos meses.

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.