

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 29 de septiembre al 3 de octubre de 2025

Madrid, 29 de septiembre de 2025



Mejor Equipo de Asset Allocation y Multiactivos en Gestora Nacional 2025



Mejor Equipo de Sostenibilidad en Gestora Nacional 2025



Mejor Selector/a de fondos
Patricia Gutiérrez



Firmante de los UNPRI



Firmante The Net Zero Asset Managers

Monitor de Mercado

		INDICES RENTA VARIABLE					
		Actual	Día	Ult. 7 días	MTD	YTD	Ult. 12 mes.
EUROPA	MSCI Europe	185,5	0,77%	0,10%	0,93%	9,18%	6,69%
	EUROSTOXX 50	5.499,7	1,01%	0,76%	2,76%	12,33%	11,85%
	UK	9.284,8	0,77%	0,74%	1,06%	13,60%	12,29%
	ALEMANIA	23.739,5	0,87%	0,42%	-0,68%	19,24%	25,48%
	FRANCIA	7.870,7	0,97%	0,22%	2,16%	6,64%	4,03%
	ESPAÑA	15.350,4	1,30%	0,59%	2,78%	32,39%	30,17%
ITALIA	42.646,2	0,96%	0,79%	1,07%	24,75%	26,02%	
USA	S&P 500	6.643,7	0,59%	-0,31%	2,84%	12,96%	16,10%
	S&P 100	3.312,5	0,42%	-0,45%	3,65%	14,61%	20,18%
	NASDAQ	22.484,1	0,44%	-0,65%	4,79%	16,43%	24,34%
	DOW JONES	46.247,3	0,65%	-0,15%	1,54%	8,70%	10,34%
JAPÓN	NIKKEI	45.355,0	-0,87%	0,69%	6,17%	13,69%	19,76%
EMERGENTES (*)	GLOBAL	671,7	-1,26%	-0,65%	4,75%	5,82%	10,16%
	EUROPA	52,5	1,36%	0,46%	0,72%	29,39%	25,56%
	ASIA	531,7	-2,10%	-0,48%	6,88%	15,13%	21,65%
	LATAM	2.162,9	0,09%	0,61%	5,46%	20,82%	7,29%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.276,2	0,56%	-0,41%	2,36%	15,33%	15,70%

		MATERIAS PRIMAS					
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Petróleo	70,1	1,02%	5,17%	2,95%	-6,04%	-4,53%	
Oro	3760,0	0,28%	2,03%	9,05%	43,26%	41,52%	
Metales	144,1	0,26%	3,91%	9,10%	12,46%	4,92%	

		TIPOS DE INTERÉS				
		USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses	3,95	1,93	1,80	4,11	0,49	
1 Año	3,66	2,06	1,95	3,93	0,75	
3 Años	3,65	2,27	2,11	4,02	1,00	
5 Años	3,77	2,55	2,34	4,18	1,22	
10 Años	4,18	3,31	2,75	4,75	1,65	
30 Años	4,75	4,16	3,33	5,56	3,17	

		BONOS					
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Monetario	154,4	0,01%	0,04%	0,15%	1,70%	2,62%	
Crédito	245,8	0,07%	0,00%	0,25%	2,61%	3,71%	
Gobiernos	712,6	0,15%	0,01%	0,18%	0,12%	0,35%	
RF Emergente	1253,5	-0,44%	0,81%	1,12%	-1,44%	3,49%	
High Yield	390,6	-0,02%	-0,01%	0,54%	4,58%	6,60%	

		DIVISAS					
		Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Eur/Dólar	1,17	0,32%	-0,37%	0,15%	13,03%	5,12%	
Eur/Yen	174,95	0,11%	0,66%	1,80%	7,48%	8,56%	
Eur/Libra	0,87	-0,12%	0,15%	0,88%	5,52%	4,50%	

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre 26-sep.-25

Cierre Semanal

La coyuntura macroeconómica global actual permite lecturas tanto optimistas como cautelosas. En el corto plazo, el relato más benigno sigue dominando: el crecimiento mantiene un pulso sólido, la inflación cede protagonismo y los bancos centrales disponen de margen para sostener la expansión. Sin embargo, bajo esta superficie constructiva subyacen tensiones de política económica y riesgos que podrían alterar el panorama en los próximos meses.

En Estados Unidos, el dinamismo del consumo ha sorprendido al alza, con un crecimiento del segundo trimestre revisado al 3,8% anualizado y un arrastre positivo hacia el tercero, donde la economía avanza a un ritmo cercano al 2,7%, según las previsiones de la Fed de Atlanta. La fortaleza del gasto de los hogares se sostiene gracias al empleo y a unos ingresos que todavía crecen a buen ritmo. El informe laboral de septiembre se espera modesto, con unos 50.000 nuevos puestos de trabajo y una tasa de paro estable en 4,3%, pero suficiente para apuntalar la narrativa de crecimiento resistente sin presiones excesivas de inflación. A la vez, el consumo privado real se mantiene en terreno robusto y las encuestas de actividad manufacturera y de servicios servirán para confirmar si el aterrizaje suave sigue vigente.

La inflación estadounidense, aunque algo más firme en los últimos meses, no ha alterado sustancialmente el panorama. El deflactor subyacente del consumo privado avanzó un 0,23% en agosto, con un patrón que combina debilidad en bienes y persistencia en servicios. El resultado es coherente con un escenario de desinflación gradual, compatible con una Reserva Federal que sigue encaminada a recortar tipos de manera ordenada. El reto proviene de las presiones de oferta: los nuevos aranceles sobre productos estratégicos y las restricciones a la inmigración cualificada pueden reducir la productividad y, con el tiempo, generar tensiones salariales e inflacionistas.

En la zona euro, la actividad se mantiene débil. Los PMI compuestos repuntaron ligeramente en septiembre hasta los 51,2 puntos, gracias a los servicios, mientras que la industria sigue muy penalizada. La tendencia apunta a un crecimiento tenue en el tercer trimestre, con una inflación que se sitúa en torno al objetivo del BCE y que previsiblemente continuará moderándose en el componente subyacente. Alemania muestra una leve mejora frente a la debilidad francesa, mientras que la periferia se mantiene resiliente. La política monetaria del BCE ha entrado en un compás de espera, y aunque la recuperación cíclica parece frágil, la combinación de inflación moderada apunta a un entorno más favorable para los próximos trimestres.

El Reino Unido ofrece un cuadro menos alentador, con los indicadores adelantados cayendo y un mercado laboral más débil. El crecimiento apenas avanza y la inflación, todavía elevada en comparación con sus pares europeos, mantiene la presión sobre la política monetaria. No obstante, la senda descendente de los precios permitirá al Banco de Inglaterra sostener su giro acomodaticio en los próximos meses. En cuanto a la política fiscal, no existe ningún margen para el estímulo, habida cuenta de las crecientes tensiones sobre los tramos largos de la curva de tipos británica ante las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda pública del país.

En Asia, China concentra la atención. El crecimiento se desaceleró en verano tras meses de datos flojos, aunque algunos indicadores recientes sugieren cierta estabilización en el sector inmobiliario, con un repunte de ventas en las ciudades más grandes tras la relajación de ciertas regulaciones locales. Aun así, las perspectivas para el tercer trimestre siguen siendo débiles, con PMI manufactureros en terreno contractivo y un PIB que podría cerrar el año por debajo del 5%. La inflación permanece prácticamente plana, lo que abre espacio a estímulos adicionales, aunque la confianza empresarial y del consumidor sigue mermada. Japón, por su parte, muestra señales mixtas: la inflación se desacelera en Tokio, influida por medidas de política social, mientras que la producción industrial refleja los efectos retardados de los aranceles y la debilidad del consumo interno. El liderazgo político dentro del Partido Liberal Democrático añade incertidumbre sobre el sesgo fiscal en los próximos meses.

En emergentes, el panorama es heterogéneo. India continúa destacando con un crecimiento vigoroso y perspectivas de expansión por encima del 6%, apoyada en el consumo privado y la inversión. En contraste, América Latina enfrenta un contexto más frágil: México crece de forma modesta, afectado por la volatilidad del sector exterior, mientras Brasil mantiene un tono restrictivo en política monetaria ante la persistencia de la inflación. Turquía y otros países de Europa emergente lidian con tensiones inflacionistas y monetarias.

La política sigue siendo un factor determinante para los mercados. En EE. UU., la amenaza de un cierre de gobierno añade ruido, aunque históricamente estos episodios han tenido efectos transitorios. Más preocupante es la presión de la administración sobre la independencia de la Reserva Federal, un riesgo institucional que, de consolidarse, podría erosionar la credibilidad de la política monetaria. En Asia, la elección interna del partido gobernante japonés marcará el tono de la estrategia fiscal y monetaria, mientras que en China el horizonte está condicionado por la negociación arancelaria con EE. UU., cuyo armisticio vence en noviembre.

En este contexto, los mercados financieros han optado por privilegiar la interpretación optimista: un entorno de crecimiento suficiente para sostener beneficios empresariales, con bancos centrales que acompañan mediante recortes de tipos y una inflación que, aunque no totalmente vencida, ya no es el eje de las preocupaciones. Los aranceles son vistos de momento como ruidos de segundo plano, pero podrían volver al primer plano a medio plazo. La renta variable se beneficia de la narrativa de “Ricitos de Oro”, mientras los activos de renta fija descuentan un ciclo de flexibilización que mantiene las primas de riesgo contenidas.

En definitiva, la fotografía global permite sostener un posicionamiento constructivo en el corto plazo. La economía mundial se muestra más resiliente de lo previsto y la desinflación añade un colchón para activos de riesgo. Sin embargo, bajo la superficie, se acumulan tensiones que podrían aflorar en el horizonte de 2026: desde el rediseño de cadenas de suministro, pasando por la creciente politización de los bancos centrales. La clave estará en si la narrativa benigna logra imponerse de manera duradera.

Renta Variable

La renta variable global afronta el final de septiembre en fase de consolidación, tras un recorrido alcista que llevó a los principales índices a máximos históricos durante el verano. Aunque el trasfondo sigue siendo favorable —con una economía que resiste, expectativas de política monetaria expansiva y la narrativa transformadora de la inteligencia artificial—, el mercado empieza a mostrar señales de fatiga.

De esta forma, durante la última semana, la renta variable mostró un comportamiento desigual entre regiones. En Europa, los principales índices cerraron con avances moderados, destacando Italia y Alemania, mientras que Francia se mantuvo algo más rezagada. En Estados Unidos, los índices registraron leves retrocesos semanales pese al buen tono en la sesión del viernes, con el Nasdaq mostrando las mayores caídas relativas. Japón logró un balance positivo en la semana, mientras que los mercados emergentes ofrecieron un panorama mixto: Latinoamérica avanzó con solidez, Asia retrocedió y el agregado global emergente terminó en negativo. En conjunto, el MSCI Mundial cedió ligeramente, reflejando la toma de beneficios en algunas plazas tras el notable rally del mes.

En Estados Unidos, la fortaleza de los últimos datos macroeconómicos ha llevado a los inversores a moderar sus expectativas de recortes de tipos de interés. El mercado ya no descuenta una senda de flexibilización tan prolongada como hace unos días, lo que resta apoyo a unas valoraciones que en muchos casos se encuentran en niveles muy exigentes. El atractivo de los múltiplos elevados de la renta variable, en particular en las grandes tecnológicas, dependía en buena medida de un escenario de tipos más bajos y de un coste de financiación en descenso. Al diluirse en parte esta expectativa, incluso compañías que han sorprendido positivamente con resultados y anuncios ligados a la inteligencia artificial han experimentado correcciones, en un contexto en el que crece el debate sobre la sostenibilidad de las inversiones y la capacidad real de generar ingresos adicionales. Conviene subrayar, no obstante, que la presión sobre las valoraciones no es uniforme: mientras los grandes referentes tecnológicos concentran las mayores exigencias, otros segmentos del mercado presentan múltiplos más razonables y se perciben como una fuente potencial de resiliencia.

Un elemento adicional es el ajuste en el comportamiento de los inversores más especulativos, que tras meses de ganancias rápidas comienzan a reducir posiciones en los segmentos más arriesgados del mercado, especialmente en productos apalancados. Al mismo tiempo, se observa un mayor interés por activos defensivos como el oro, los fondos de liquidez o estrategias de cobertura, lo que sugiere un reequilibrio del apetito por el riesgo más que una huida generalizada. En este contexto, algunas áreas rezagadas, como los semiconductores europeos o ciertos valores financieros, empiezan a destacar como posibles oportunidades relativas frente al liderazgo tecnológico estadounidense.

A pesar de estas señales, los indicadores de sentimiento no anticipan caídas pronunciadas y la volatilidad permanece contenida. La clave a corto plazo será el comportamiento de los datos de empleo en Estados Unidos y la próxima temporada de resultados, que servirán de termómetro para comprobar hasta qué punto la narrativa de la inteligencia artificial sigue sosteniendo las expectativas de beneficios. También factores políticos y geopolíticos —como un posible cierre de la administración estadounidense o las tensiones en torno al crudo—

pueden añadir ruido, aunque difícilmente alterarán la dirección de fondo.

En suma, la renta variable se encuentra en un proceso natural de digestión tras un ciclo de avances intensos. El escenario sigue siendo constructivo, pero las elevadas valoraciones y la falta de nuevos catalizadores obligan a una mayor prudencia. Más que un cambio de ciclo, lo que se percibe es una recalibración del apetito inversor, con los segmentos más especulativos ajustándose primero y un mercado que, aunque firme, necesita digerir las recientes subidas.

Renta Fija

En los mercados de renta fija, la semana estuvo marcada por el repunte de las rentabilidades en Estados Unidos y por las divergencias dentro de la eurozona. En el tramo largo de la curva americana, el bono a 10 años avanzó 5 puntos básicos hasta situarse en el 4,18%, mientras que el tipo a 2 años —más sensible a la política de la Reserva Federal— repuntó 7 puntos básicos. La fortaleza de los últimos datos macroeconómicos alimentó la percepción de que el ciclo de recortes de tipos podría ser menos prolongado de lo anticipado, generando cierta presión sobre los activos de renta fija.

En Europa, lo más destacado fue el ensanchamiento de diferenciales en la deuda periférica, con Francia en el centro de las preocupaciones. Las sucesivas advertencias de las agencias de calificación, la última de Scope Ratings, que puso el viernes en perspectiva negativa la deuda gala, subrayan la erosión de la credibilidad fiscal francesa y los crecientes obstáculos políticos para encauzar la senda presupuestaria.

El contraste lo ofrece España, que recibió un espaldarazo con la doble mejora de calificación de Moody's y Fitch. Ambos organismos destacan la resiliencia de la economía, apoyada en un mercado laboral dinámico y la fortaleza del sector financiero.

Así las cosas, y dado que la rentabilidad de la deuda alemana mostró una absoluta estabilidad, los precios de los bonos soberanos europeos apenas se movieron en el cómputo semanal. Del mismo modo, el crédito corporativo mantuvo mucha estabilidad, tanto en el segmento de grado de inversión como en el "high yield".

Materias primas

Las materias primas cerraron la semana con un tono positivo. El petróleo repuntó más de un 5% en siete días, recuperando parte del terreno perdido en lo que va de año, apoyado en las tensiones geopolíticas, intensificadas tras el nuevo discurso de Trump en relación con Ucrania y en las continuas violaciones del espacio aéreo de la OTAN por parte de cazas rusos. El oro prolongó su avance, con una subida superior al 2% en la semana y acumulando ya más de un 40% en lo que va de ejercicio, impulsado por la búsqueda de activos refugio en un entorno de elevada incertidumbre. Los metales industriales también registraron ganancias, con un alza cercana al 4% en la semana y más del 9% en el mes, reflejando cierta mejora en las perspectivas de demanda global.

Divisas

En el mercado de divisas, el euro mostró una evolución mixta durante la semana. Frente al dólar cedió un 0,4%, reflejando el mejor tono de la economía estadounidense y las dudas sobre la magnitud de los próximos recortes de tipos por parte de la Fed. En cambio, frente al yen registró un avance del 0,7% en el balance semanal, consolidando una ganancia del 1,8% en el mes y más de un 8% en los últimos doce meses, en un contexto de política monetaria todavía muy laxa en Japón. Frente a la libra, el euro se mantuvo estable en la semana.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

El tono macroeconómico fue bastante decepcionante en Europa, tanto en el ámbito de los datos de actividad real, como en el de las encuestas.

Comenzando por los indicadores adelantados, los PMI de septiembre en la eurozona ofrecieron una lectura ambivalente: el índice compuesto repuntó ligeramente hasta los 51,2 puntos, apuntando a cierta expansión, pero los detalles revelan un trasfondo más frágil. El sector servicios mostró fortaleza con un avance hasta los 51,4 puntos, mientras que la manufactura retrocedió hasta los 49,5 puntos, confirmando la contracción de la actividad y reflejando el impacto negativo de los aranceles estadounidenses sobre las exportaciones europeas. En Reino Unido, el PMI compuesto se enfrió con claridad y pasó de los 53,5 a los 51,0 puntos, muy por debajo de las expectativas del consenso.

Sin embargo, el índice IFO de confianza empresarial en Alemania volvió a retroceder en septiembre, situándose en los 87,7 puntos, desde los 88,9 de agosto y quedando por debajo de lo esperado por el consenso. El deterioro refleja sobre todo un empeoramiento en la valoración de la situación actual, aunque las expectativas a futuro también cedieron terreno. El debilitamiento de la demanda externa, amplificado por el impacto de los aranceles, pesa en especial sobre la industria manufacturera, que se muestra mucho más pesimista que el sector servicios. En contraste, la confianza del consumidor mejoró ligeramente: en Alemania pasó de los -23,5 a los -22,3 puntos, por encima de las proyecciones de los analistas. En la eurozona, la confianza se situó en los -14,9 puntos, seis décimas por encima del dato de agosto y también mejor de lo previsto. No obstante, este escenario sugiere que el consumo privado apenas crecería un 0,6% trimestral anualizado en el tercer trimestre, tras un comportamiento igualmente débil en el segundo.

España continuó siendo un contrapunto favorable en la macro europea. De esta forma, la economía española sorprendió al alza en el segundo trimestre, con un crecimiento del PIB del 0,8% trimestral y del 3,1% interanual, ambas cifras por encima de las estimaciones preliminares. El dinamismo se apoyó en la solidez del consumo privado, que avanzó un 0,8% respecto al trimestre anterior y un 3,4% interanual, y en la fortaleza del sector exterior. Estos datos confirman la resiliencia de la economía española en un contexto europeo más débil. Asimismo, las ventas de viviendas y las hipotecas del mes de julio continuaron mostrando una significativa fortaleza en España. Se vendieron un total de 64.730 viviendas en el mes, un 9,7% más que en el mes anterior y un 13,7% por encima de las ventas del mismo mes de 2024.

Por último, el crédito en la eurozona mantuvo una dinámica de crecimiento moderado en agosto. Los préstamos a hogares avanzaron un 2,5% interanual, impulsados sobre todo por el consumo (+4,7%), mientras que el resto de categorías permanecieron planas. La oferta monetaria creció a un ritmo del 2,9% interanual, por debajo del 3,3% anticipado por el consenso.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

En Estados Unidos, los datos macroeconómicos publicados fueron muy sólidos y confirman que la primera economía del planeta está muy lejos de mostrar una desaceleración significativa, aunque las encuestas dieron un mensaje más matizado. El índice de sorpresas económicas de Citigroup dio un salto de 14 puntos durante la semana.

En el mundo de las encuestas, el índice de actividad nacional de la Fed de Chicago alcanzó en agosto su nivel más alto de los últimos cinco meses, reflejando una mejora parcial en la dinámica económica de Estados Unidos. La mejora vino principalmente de la producción y del empleo, cuyos componentes redujeron su contribución negativa. Por el contrario, el PMI compuesto de S&P Global descendió desde los 54,6 hasta los 53,6 puntos, reflejando un enfriamiento de la demanda que limitó la capacidad de las compañías para trasladar a los clientes el alza de costes vinculada a los aranceles. Por su parte, el índice manufacturero de la Fed de Richmond sufrió en septiembre una caída abrupta de 10 puntos hasta situarse en -17, uno de los niveles más bajos desde la pandemia. Por último, la confianza del consumidor, medida por la Universidad de Michigan, retrocedió con fuerza en septiembre, con una caída superior al 5% en el agregado nacional. El dato preliminar se revisó a la baja y pasó de los 55,4 a los 55,1 puntos. El deterioro, sin embargo, fue desigual: mientras en el sur del país se observó una ligera mejora, el sentimiento se hundió en el noreste hasta mínimos de cinco meses y en el oeste alcanzó su nivel más bajo desde mayo.

En agosto, los ingresos y gastos personales en Estados Unidos sorprendieron al alza. El gasto de los hogares creció un 0,6%, apoyado en un sólido avance en servicios y en el repunte del consumo de bienes no duraderos, favorecido por la campaña de “vuelta al cole”. Los ingresos personales aumentaron un 0,4%, impulsados por las remuneraciones laborales y un mayor flujo de transferencias públicas, mientras que la tasa de ahorro descendió hasta el 4,6%, reflejando que el gasto crece a un ritmo superior al de los ingresos. Estos datos sugieren que el consumo podría acelerar en el tercer trimestre, aunque la sostenibilidad de la tendencia dependerá de la resiliencia del mercado laboral y de la evolución de la inflación.

Por otra parte, el deflactor del PCE se alineó exactamente con las expectativas del mercado. El índice general avanzó un 0,3% mensual, situando la tasa interanual en 2,7%, mientras que la medida subyacente —seguida de cerca por la Reserva Federal— aumentó un 0,2% mensual y se mantuvo en un 2,9% interanual. El repunte se apoyó principalmente en los servicios, donde destacó la presión de costes en vivienda, transporte y cuidados personales, mientras que los precios de bienes se mostraron más contenidos, con descensos en artículos recreativos, electrodomésticos y suministros del hogar.

Quizá lo más llamativo de la semana fue la fuerte revisión al alza del PIB del segundo trimestre, que registró un crecimiento anualizado del 3,8%, el mayor en casi dos años, gracias a un consumo que avanzó un 2,5% y a una inversión empresarial en auge, especialmente en centros de datos vinculados a la inteligencia artificial. En este sentido, los pedidos de bienes duraderos repuntaron con fuerza en agosto (+2,9%), sorprendiendo ampliamente al consenso y mostrando que la inversión empresarial empieza a extenderse por otros sectores. En el mundo laboral, las solicitudes semanales de subsidios por desempleo bajaron hasta las

218.000 peticiones, muy por debajo de las 233.000 previstas por el consenso.

Incluso los datos relacionados con la vivienda, que habían dado señales de significativo enfriamiento en los últimos meses, superaron los pronósticos de los expertos. Así, las ventas de viviendas nuevas sorprendieron al alza en agosto, con un gran repunte del 20,5% mensual, impulsadas por la moderación de los tipos hipotecarios que animó a muchos compradores a cerrar operaciones. El incremento fue generalizado en todas las regiones, aunque el sur lideró con claridad, alcanzando el mayor ritmo de ventas desde comienzos de 2021. Por su parte, las ventas de viviendas de segunda mano de agosto también superaron los pronósticos de los analistas, aunque en este caso mostraron un ligero retroceso del -0,2% mensual.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

En Japón, el PMI preliminar de septiembre se enfrió, al pasar de los 53,1 a los 53,0 puntos, con retrocesos tanto del componente de servicios como, sobre todo, del manufacturero, que cayó desde los 49,7 a los 48,4 puntos.

También en el país nipón, el IPC de septiembre en Tokio sorprendió a la baja, con una lectura del 2,5% interanual, tres décimas por debajo de lo esperado. Del mismo modo, la métrica subyacente se mantuvo estable en el 2,5% interanual, muy por debajo del 2,8% esperado.

Catalizadores Semanales

La semana viene cargada de referencias clave para los mercados. En Estados Unidos, el informe de empleo de septiembre será el gran protagonista, con una previsión de creación moderada de puestos de trabajo que podría reabrir el debate sobre la senda de recortes de la Fed. También los ISM proporcionarán información sobre el sentimiento de los empresarios norteamericanos. En la eurozona, los datos de inflación de septiembre apuntan a un ligero repunte. En Asia, los PMI de China servirán como termómetro de una economía que muestra crecientes señales de estancamiento.

En España:

- **IPC preliminar del mes de septiembre (29-sep).** El dato preliminar del IPC de septiembre en España apunta a una aceleración hasta el 3,1% interanual, frente al 2,7% del mes anterior, mientras que la inflación subyacente se situaría en el 2,5%, ligeramente por encima del 2,4% previo. En términos armonizados, la tasa interanual subiría al 3,0%, el nivel más alto desde mediados de 2024. El repunte estaría explicado principalmente por efectos de base energéticos y por la persistencia de presiones en algunos componentes de servicios, en un contexto de consumo todavía dinámico. Aun así, la tendencia general sigue siendo de moderación gradual en la subyacente, lo que refuerza la idea de que el pico inflacionista ha quedado atrás, aunque con oscilaciones que pueden seguir marcando el corto plazo.
- **Ventas minoristas del mes de agosto (29-sep).** Se espera que las ventas minoristas en España crezcan en torno al 4,4% interanual en agosto, frente al 4,7% de julio. De confirmarse, el dato apuntaría a una ligera moderación del consumo de los hogares tras un verano dinámico, aunque todavía en niveles consistentes con una contribución positiva al crecimiento.
- **Balanza por cuenta corriente del mes de julio (30-sep).** En julio, la balanza por cuenta corriente de España previsiblemente habrá ampliado su superávit respecto al registrado en junio, apoyada en la fortaleza estacional del turismo, que impulsa el saldo de servicios durante los meses de verano. Esta mejora debería compensar con holgura el tradicional déficit de rentas, mientras que el comercio de bienes no muestra señales de un deterioro significativo en ausencia de choques energéticos. En conjunto, cabe esperar un dato que confirme la solidez del sector exterior como uno de los principales soportes de la economía española en el tercer trimestre.

- **PMI manufacturero, de servicios y compuesto del mes de septiembre (1/3-oct).** Para septiembre, se espera cierta moderación en el PMI manufacturero de España, que podría retroceder desde los 54,3 puntos en agosto hasta los 53,9, aunque manteniéndose claramente en zona expansiva y encadenando cinco meses de lecturas por encima de 50 puntos. Por el contrario, el PMI de servicios apuntaría a una leve mejora, hasta los 53,6 puntos, frente a los 53,2 en agosto, alcanzando su mejor nivel desde julio y confirmando que el sector terciario continúa sosteniendo la actividad. En conjunto, ambos indicadores sugieren que la economía española mantiene un ritmo positivo de crecimiento en el arranque del tercer trimestre, con un patrón equilibrado entre manufacturas y servicios pese a la desaceleración en el contexto europeo.
- **Desempleo registrado en el mes de septiembre (2-oct).** Tras la subida del paro en agosto, con 21.900 desempleados más hasta los 2,43 millones, las cifras de septiembre deberían reflejar cierta mejora gracias al tirón estacional del inicio de curso en el sector servicios y a la prolongación de la temporada turística en algunas regiones. No obstante, el dato seguirá condicionado por la desaceleración de la actividad en industria y construcción, que en agosto ya mostraron un repunte del desempleo. En términos interanuales, lo más probable es que se mantenga la tendencia de reducción del paro, que en agosto alcanzó un descenso cercano al 6%, confirmando que, pese a la volatilidad mensual, el mercado laboral español conserva un perfil relativamente robusto en la segunda mitad del año.

En Europa:

- **Confianza económica de la Comisión Europea del mes de septiembre (29-sep).** La confianza económica de la Comisión Europea habría registrado en septiembre una ligera mejora hasta los 95,3 puntos, desde los 95,2 en agosto. El avance se apoyaría en una recuperación del ánimo en el sector servicios, mientras que la confianza industrial volvería a deteriorarse tras varias lecturas de estabilización. El indicador agregado se mantendría, en cualquier caso, en niveles bajos en perspectiva histórica, lo que refleja que la actividad privada en la eurozona sigue siendo débil y dependiente de un entorno de inflación más contenida y de la orientación expansiva del BCE para ganar tracción en los próximos meses.
- **Ventas minoristas de agosto en Alemania (30-sep).** En Alemania, las ventas minoristas de agosto habrían repuntado de forma apreciable tras la debilidad de meses anteriores. Se espera un avance mensual en torno al 0,6%, que compensaría parcialmente la caída del 0,9% registrada en julio. En términos interanuales, el crecimiento se situaría cerca del

2,5%, señalando cierta estabilización del consumo privado en la mayor economía de la eurozona. Aun así, el balance sigue siendo frágil, pues la debilidad de la confianza de los hogares limita la capacidad de recuperación del gasto minorista.

- **Lecturas preliminares de los IPC de septiembre en Francia, Alemania, Italia y el conjunto de la eurozona (30-sep/1-oct).** Las lecturas preliminares del IPC de septiembre en las principales economías de la eurozona apuntan a una aceleración generalizada de la inflación, impulsada en buena parte por efectos de base desfavorables en energía y transporte aéreo. En Francia, la tasa armonizada repuntaría con fuerza hasta el 1,3% interanual, desde el 0,8% previo, mientras que en Alemania alcanzaría el 2,3%, frente al 2,1% de agosto. Italia mostraría un avance más moderado, hasta el 1,8%, frente al 1,6% previo. En el agregado de la eurozona, la inflación superaría de nuevo el objetivo del BCE, situándose en torno al 2,2%, con la subyacente estabilizada en el 2,3%. En conjunto, los datos confirman que, aunque la desinflación avanza, persisten presiones puntuales que mantendrán la atención del BCE en su próxima reunión.

En EE.UU.:

- **Precios de la vivienda del mes de julio (30-sep).** Se espera que el índice S&P Case-Shiller de 20 ciudades muestre en julio un crecimiento en torno al 1,9% interanual, por debajo del 2,1% registrado en junio. En términos mensuales ajustados, los analistas anticipan un nuevo retroceso, en línea con la presión que ejercen los altos tipos hipotecarios. De confirmarse, el dato señalaría que el mercado inmobiliario estadounidense sigue perdiendo tracción, aunque la persistente escasez de oferta continúa evitando una corrección más profunda.
- **Encuesta de rotación laboral y puestos de trabajo vacantes JOLTS del mes de agosto (30-sep).** Las previsiones para las ofertas de empleo JOLTS de agosto en Estados Unidos apuntan a una ligera reducción, hasta unos 7,17 millones de vacantes, desde los 7,18 millones de julio. La tendencia confirma una moderación gradual de la demanda laboral, con la ratio de vacantes por desempleado acercándose a 1, el nivel más bajo desde 2021. Este ajuste refleja que las empresas, en especial las de menor tamaño, empiezan a reducir el ritmo de contratación en un contexto de costes más altos y mayor cautela empresarial. Aunque el dato sigue siendo consistente con un mercado laboral dinámico, refuerza la narrativa de un reequilibrio progresivo que podría aliviar presiones salariales e inflacionistas en los próximos meses.

- **Confianza del consumidor de septiembre, medida por el Conference Board (30-sep).** Para septiembre, se espera que la confianza del consumidor del Conference Board se sitúe en torno a los 96 puntos, ligeramente por debajo de la lectura de agosto (97,4). La previsión refleja un consumo que sigue mostrando solidez, respaldado por la buena evolución del gasto durante el verano, aunque empiezan a pesar las preocupaciones sobre la inflación persistente y la moderación del mercado laboral. En comparación con la encuesta de la Universidad de Michigan, este indicador suele mostrar una visión más alineada con la capacidad efectiva de gasto de los hogares, por lo que un dato cercano al consenso confirmaría que la confianza se mantiene en niveles consistentes con un consumo todavía dinámico en el tercer trimestre.
- **ISM manufacturero (1-oct).** El ISM manufacturero de septiembre en EE. UU. se espera que se mantenga en torno a 48,7 puntos, sin cambios frente a agosto y todavía en terreno contractivo. La previsión sugiere que la actividad fabril sigue bajo presión por la debilidad de la demanda interna y externa, aunque con señales de moderación en las tensiones de precios. Los subíndices probablemente reflejen un retroceso en pedidos y empleo, compensado parcialmente por cierta mejora en inventarios y producción. En conjunto, el dato confirmaría que la industria continúa siendo el eslabón más débil de la economía estadounidense, en contraste con la solidez que aún muestra el consumo y el sector servicios.
- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (2-oct).** Para la última semana de septiembre, se proyecta que las solicitudes iniciales de subsidio por desempleo en EE. UU. repunten ligeramente hasta unas 225.000, frente a las 218.000 registradas en la semana previa. La cifra seguiría en niveles históricamente bajos, consistente con un mercado laboral que, aunque da señales de enfriamiento gradual, mantiene todavía una base de solidez. El dato apunta a que la creación de empleo se modera, pero sin un repunte significativo de los despidos, en línea con la narrativa de un reequilibrio ordenado del mercado laboral.
- **Informe de empleo del mes de septiembre (3-oct).** Para septiembre, el mercado espera que el informe de empleo de EE. UU. muestre una creación neta de unos 50.000 puestos de trabajo, lo que supondría una mejora respecto a los 22.000 generados en agosto, aunque todavía lejos de los ritmos más sólidos observados a comienzos de año. El desglose podría mostrar un impulso en sectores ligados al ocio y la hostelería, mientras que el empleo público actuaría como lastre. La tasa de paro se mantendría estable en el 4,3%, en tanto que los salarios por hora crecerían un 0,3% mensual, lo que dejaría la variación interanual en torno al 3,7%. En conjunto, el informe seguiría reflejando un mercado laboral

en proceso de normalización: lo suficientemente firme como para sostener el consumo, pero sin tensiones excesivas que comprometan la senda de desinflación.

- **ISM no manufacturero del mes de septiembre (3-oct).** El ISM de servicios de septiembre en EE. UU. se espera estable en torno a los 52,0 puntos, el mismo nivel registrado en agosto y claramente por encima del umbral de 50 que marca expansión. La previsión apunta a que el sector terciario mantiene un ritmo moderado de crecimiento, apoyado en la resiliencia del consumo de los hogares, aunque con señales mixtas en la evolución de la demanda y el empleo. En conjunto, el dato confirmaría que los servicios continúan siendo el principal sostén de la economía estadounidense, compensando la debilidad persistente de la actividad manufacturera.

Global:

- **PMI manufacturero, de servicios y compuesto de septiembre en China (30-sep).** Los PMI de septiembre en China volverían a reflejar un cuadro de debilidad en la actividad. El indicador manufacturero oficial se situaría en torno a 49,6 puntos, por debajo de 50 por sexto mes consecutivo, confirmando que la industria permanece en fase contractiva. El PMI de servicios apenas lograría sostenerse en los 50,2 puntos, frente a los 50,3 en agosto, lo que apunta a un sector terciario prácticamente estancado tras el fin de la temporada de verano. Como resultado, el PMI compuesto se movería cerca de la línea de los 50 puntos, evidenciando que la economía china encara el cierre del tercer trimestre con un crecimiento muy débil y con crecientes señales de estancamiento pese a los esfuerzos de estímulo.

Mercados

Las bolsas mundiales se encuentran en una fase de consolidación que consideramos saludable, tras haber marcado máximos históricos en las últimas semanas. Este movimiento lateral refleja la necesidad de digerir las fuertes subidas acumuladas y de esperar a nuevos catalizadores que permitan confirmar o poner en entredicho la narrativa de “Ricitos de Oro” que ha sostenido la renta variable global: un entorno de crecimiento suficiente para evitar la recesión, acompañado de una inflación en proceso de moderación y de bancos centrales que han iniciado un giro acomodaticio.

La agenda de la semana ofrece varias referencias que podrían actuar como desencadenantes de movimientos relevantes en los mercados. El dato más esperado será el informe de empleo de septiembre en Estados Unidos, que servirá como termómetro clave de la salud del mercado laboral y, por extensión, de la capacidad de la Fed para avanzar con su ciclo de flexibilización monetaria. Junto a ello, los indicadores ISM de manufacturas y servicios aportarán visibilidad sobre la dinámica empresarial, mientras que en Europa la atención se concentrará en los datos preliminares de inflación de septiembre, donde se anticipa una ligera aceleración impulsada por los precios de la energía y de algunos servicios. Al mismo tiempo, el riesgo de un cierre de gobierno en EE. UU., que a día de hoy parece probable, añade un elemento de incertidumbre política a corto plazo, si bien su impacto económico y de mercado suele ser transitorio.

El trasfondo geopolítico tampoco puede ser ignorado. El conflicto en Ucrania, las tensiones en Gaza y los episodios de presión rusa sobre países de la OTAN refuerzan un entorno de riesgo latente que, aunque no ha tenido un efecto disruptivo sobre la tendencia de los activos de riesgo, sí mantiene un suelo elevado de volatilidad implícita. En este escenario, los inversores son conscientes de que cualquier escalada podría provocar ajustes repentinos en los precios de los activos.

Nuestra visión de conjunto sigue siendo constructiva de cara al final del año. Mantenemos una sobreponderación táctica en renta variable, apoyada en la mejora de la visibilidad macro y financiera: la percepción de que el comercio global se ha estabilizado, la mayor claridad sobre el proceso de bajadas de tipos de la Reserva Federal y la resiliencia mostrada por las principales economías, incluso en un entorno de endurecimiento arancelario. Desde la óptica microeconómica, destaca el superciclo de inversión vinculado al despliegue de la inteligencia artificial y a su capacidad para elevar la productividad de empresas y sectores enteros. El flujo de capital hacia infraestructuras tecnológicas, semiconductores y aplicaciones de IA sigue siendo un pilar fundamental para las valoraciones bursátiles y un factor diferenciador en la narrativa de largo plazo.

Ahora bien, conviene no caer en la complacencia. La existencia de riesgos estructurales — desde una posible desaceleración más pronunciada en China, hasta la persistencia de tensiones fiscales en Europa o la erosión de la independencia de algunos bancos centrales— obliga a mantener un enfoque prudente. La volatilidad puede repuntar en cualquier momento y provocar fuertes rotaciones de flujos entre regiones, sectores o estilos de inversión.

Por todo ello, insistimos en la importancia de mantener una estrategia de diversificación amplia, tanto a nivel geográfico como sectorial y de estilos, como la mejor vía para navegar un entorno que combina resistencia económica y oportunidades de inversión con focos de vulnerabilidad latente. La consolidación actual debe interpretarse como un respiro necesario antes de afrontar el último tramo del año, donde los datos macro y la temporada de resultados corporativos serán determinantes para confirmar si la narrativa de “Ricitos de Oro” puede sostenerse más allá del corto plazo.

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.