

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 17 al 21 de noviembre de 2025

Madrid, 17 de noviembre 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	192,3	-1,01%	1,77%	0,58%	13,19%	14,53%
	EUROSTOXX 50	5.693,8	-0,85%	2,29%	0,56%	16,29%	20,11%
	UK	9.698,4	-1,11%	0,16%	-0,19%	18,66%	20,77%
	ALEMANIA	23.876,6	-0,69%	1,30%	-0,34%	19,93%	25,65%
	FRANCIA	8.170,1	-0,76%	2,77%	0,60%	10,69%	13,21%
	ESPAÑA	16.345,9	-1,40%	2,80%	1,95%	40,97%	43,67%
	ITALIA	43.994,7	-1,70%	2,51%	1,90%	28,69%	30,52%
USA	S&P 500	6.734,1	-0,05%	0,08%	-1,55%	14,49%	12,51%
	S&P 100	3.386,5	-0,02%	0,32%	-1,86%	17,17%	17,04%
	NASDAQ	22.900,6	0,13%	-0,45%	-3,47%	18,59%	19,08%
	DOW JONES	47.147,5	-0,65%	0,34%	-0,87%	10,82%	7,26%
JAPÓN	NIKKEI	50.376,5	-1,77%	0,20%	-3,88%	26,27%	30,10%
EMERGENTES (*)	GLOBAL	695,6	-1,17%	-0,05%	-1,04%	9,59%	10,81%
	EUROPA	56,8	-0,66%	1,14%	1,12%	39,87%	41,07%
	ASIA	560,3	-2,11%	-0,55%	-3,09%	21,33%	22,35%
	LATAM	2.309,0	0,41%	1,41%	3,38%	28,99%	16,72%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.343,6	-0,32%	0,43%	-1,07%	17,15%	15,31%

TIPOS DE INTERÉS						
		USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses	1 Año	3,88	1,99	1,90	4,06	0,44
	3 Años	3,69	2,01	1,93	3,81	0,76
	5 Años	3,61	2,23	2,10	3,86	1,02
	10 Años	3,73	2,58	2,31	4,01	1,26
	30 Años	4,15	3,23	2,72	4,57	1,71
		4,75	4,05	3,32	5,40	3,22

BONOS						
	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Monetario	154,9	0,01%	0,03%	0,07%	1,96%	2,43%
Crédito	246,6	-0,14%	-0,13%	-0,51%	2,95%	3,47%
Gobiernos	718,9	-0,21%	-0,10%	-0,32%	1,00%	1,54%
RF Emergente	1287,4	-0,11%	-0,26%	-0,86%	1,23%	2,65%
High Yield	389,9	-0,20%	-0,08%	-0,30%	4,38%	5,26%

DIVISAS						
	Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Eur/Dólar	1,16	-0,10%	0,48%	0,73%	12,24%	10,01%
Eur/Yen	179,61	-0,11%	1,22%	1,09%	10,34%	9,36%
Eur/Libra	0,88	0,03%	0,39%	0,57%	6,62%	6,14%

MATERIAS PRIMAS						
	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Petróleo	64,4	2,19%	1,19%	-1,05%	-13,73%	-10,92%
Oro	4084,1	-2,10%	2,07%	2,03%	55,61%	58,73%
Metales	151,5	-0,22%	-0,38%	-2,93%	18,26%	11,55%

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre 14-nov.-25

Resumen Semanal

La reapertura del Gobierno estadounidense marca el regreso de un flujo de datos económicos que los mercados esperaban con nerviosismo. Durante más de un mes, la ausencia de cifras oficiales generó una volatilidad adicional en un contexto ya dominado por la preocupación por las valoraciones, las dudas sobre la magnitud de los recortes de tipos de la Reserva Federal y la proximidad del cierre de ejercicio. En este entorno, la inminente publicación del informe de empleo de septiembre y los resultados de Nvidia —determinantes para la narrativa inversora en torno a la inteligencia artificial— se perfilan como catalizadores esenciales para calibrar el pulso real de la economía estadounidense y su mercado laboral.

El consenso espera un retorno gradual a la normalidad estadística, aunque el desfase en la recopilación de datos podría prolongar la incertidumbre en las próximas semanas. Las estimaciones apuntan a un aumento de 50.000 puestos de trabajo en septiembre y una tasa de paro estable, mientras que para octubre se prevé una leve destrucción de empleo, en parte atribuible a los trabajadores públicos que abandonaron temporalmente su trabajo durante el cierre. El conjunto de indicadores debería confirmar un escenario de actividad económica

sólida, mercado laboral algo más suave, pero lejos de una contracción severa, y presiones inflacionistas moderadas pero persistentes.

En el Reino Unido, los últimos datos consolidan la tesis de que el Banco de Inglaterra se aproxima a un recorte de tipos en diciembre. La moderación de los salarios privados, que descienden al 4,2% interanual en el tercer trimestre, coincide con un repunte del desempleo al 5%, por encima de las previsiones oficiales. La debilidad se extiende al PIB del tercer trimestre, que apenas creció un 0,1%, afectado por la caída de la producción automovilística tras un ciberataque a Jaguar Land Rover. A pesar de estos factores puntuales, el tono general es de enfriamiento, con un consumo privado anémico y exportaciones en retroceso. De confirmarse una inflación de octubre en el entorno del 3,5%, el margen para una relajación monetaria antes de fin de año aumentaría significativamente.

En la eurozona, la producción industrial se mantiene prácticamente estancada, con una variación mensual del 0,2% en septiembre, lastrada por Irlanda pero compensada parcialmente por repuntes en otras economías. En términos interanuales, la industria del área se ha estabilizado tras dos años de caídas, reflejando una resistencia notable pese al impacto de las nuevas tarifas y la debilidad de la demanda global. Alemania continúa siendo el foco de preocupación. El clima empresarial que muestra la encuesta Ifo sigue en niveles históricamente bajos y la falta de avances en las reformas estructurales alimenta el escepticismo del mercado sobre la capacidad del país para transformar su modelo productivo. El Consejo de Expertos Económicos alemán alertó esta semana de que el impulso fiscal de 2025-2026 se concentra en gasto corriente, con escaso impacto inversor, lo que limita las perspectivas de crecimiento a medio plazo.

Asia ofrece un panorama desigual. En China, los datos de octubre confirman un arranque débil del cuarto trimestre: las ventas minoristas se desaceleraron por quinto mes consecutivo (+2,9% interanual), la producción industrial perdió tracción (+4,9%) y la inversión en activos fijos volvió a terreno negativo (-1,7% acumulado anual). El crédito también se debilitó, reflejando la falta de dinamismo de la demanda interna y el repliegue del sector privado. Solo la inflación mostró un ligero alivio, retornando a terreno positivo por primera vez desde julio, aunque impulsada por factores estacionales y precios de los metales preciosos. En conjunto, la economía china sigue mostrando fragilidad estructural, pese a las medidas de estímulo y al repunte puntual de los precios.

En Japón, el foco se centra en los datos de PIB del tercer trimestre, que previsiblemente confirmarán una contracción del 2,4% trimestral anualizado. El descenso responde al desplome de la inversión residencial y a la menor aportación de las exportaciones netas, penalizadas por los aranceles estadounidenses sobre el automóvil. También se publicarán en

el país nipón los datos de precios de octubre, que seguirían reflejando persistentes presiones inflacionistas, con las tasas general y subyacente en el entorno del 3,0% interanual, lo que podría justificar una subida de tipos por parte del Banco de Japón a comienzos del próximo año.

El comercio internacional, por su parte, atraviesa una fase de reestructuración acelerada. Las importaciones estadounidenses desde China han caído casi un 40% respecto al año anterior, reflejo directo de las nuevas tarifas —que han pasado del 10% al 30% promedio—. Inicialmente, China había logrado redirigir parte de sus exportaciones hacia otras regiones, pero el último dato mensual muestra un retroceso simultáneo tanto en los envíos a Estados Unidos como al resto del mundo, lo que sugiere que la capacidad de absorción global de su excedente exportador se está agotando. La respuesta política está siendo rápida: la Unión Europea ha decidido adelantar a 2026 la eliminación de la exención arancelaria para paquetes provenientes de China de valor inferior a 150 euros, una medida explícitamente dirigida a contener el aluvión de importaciones chinas de bajo valor. Alemania, tradicional defensora del libre comercio, también empieza a mostrar apoyo a una política más proteccionista dentro de la UE.

En Reino Unido, la atención política se concentra en el presupuesto de otoño del 26 de noviembre, que promete ser uno de los más relevantes de los últimos años. El giro del Gobierno, renunciando a la subida del impuesto sobre la renta y optando por gravámenes más selectivos, busca preservar la credibilidad fiscal sin comprometer la estabilidad política. No obstante, la volatilidad reciente en los mercados de deuda británica pone de manifiesto la sensibilidad de los inversores a cualquier señal de relajación en la disciplina presupuestaria.

En conjunto, el cuadro global de mitad de noviembre se caracteriza por una mezcla de prudencia y resiliencia. Las tensiones comerciales y las dudas sobre el crecimiento industrial en Europa y Asia contrastan con un escenario macro todavía robusto en las grandes economías y con una inflación que, aunque aún por encima de los objetivos, avanza hacia niveles más manejables. Los mercados financieros se mueven entre la expectativa de una confirmación de la desaceleración “controlada” y el temor a que los próximos datos —especialmente los del mercado laboral estadounidense— obliguen a reevaluar el ritmo y la profundidad de los ajustes monetarios. En ese equilibrio incierto, la información que comience a fluir tras el parón administrativo en Estados Unidos será decisiva para reorientar el tono de los mercados en el cierre del año.

Renta Variable

La semana bursátil mundial ha cerrado con un tono alcista, pero con una acusada volatilidad, ya que la euforia inicial dio paso a un final de semana más defensivo. La reapertura del Gobierno estadounidense y la expectativa de que el flujo de datos macroeconómicos se normalice tras más de un mes de bloqueo sirvieron de catalizador en los primeros compases. Los inversores celebraron la posibilidad de recuperar visibilidad sobre el mercado laboral y la inflación, lo que impulsó a las bolsas europeas y estadounidenses a nuevos máximos. Sin embargo, el optimismo se disipó con rapidez al intensificarse las señales de sobrevaloración en los segmentos más especulativos del mercado y al reforzarse el discurso restrictivo de la Reserva Federal, que ha vuelto a enfriar las expectativas de recortes de tipos en 2025 y 2026.

En Estados Unidos, la semana se dividió en dos actos. La primera mitad estuvo dominada por la sensación de alivio tras el acuerdo presupuestario que puso fin al cierre de la Administración. El S&P 500 llegó a rozar nuevos máximos históricos, que sí consiguió el Dow Jones de industriales. Pero el entusiasmo se tornó en corrección a partir del jueves, cuando el mercado empezó a poner precio a dos factores de riesgo: la posibilidad de que la Fed mantenga los tipos altos durante más tiempo y la creciente inquietud sobre las valoraciones tecnológicas y, en general, a la pérdida de atractivo de la narrativa de la inteligencia artificial.

El ajuste fue especialmente intenso en los segmentos más apalancados en expectativas de crecimiento futuro. Las ventas se concentraron en las compañías tecnológicas de mayor volatilidad, en los valores especulativos de pequeña capitalización y en el universo cripto, donde Bitcoin llegó a perder el umbral de los 95.000 dólares, acumulando un retroceso cercano al 25% desde los máximos recientes. Los fondos cotizados ligados a valores de alta convicción tecnológica sufrieron caídas de doble dígito, con tres vehículos apalancados perdiendo más del 40% en el mes. El indicador de euforia bursátil elaborado por Barclays confirmó una fuerte contracción de la participación minorista, reflejando un inicio de capitulación entre los inversores más especulativos.

A pesar de que el S&P 500 terminó la semana con subidas modestas, el trasfondo técnico muestra señales de fatiga y la volatilidad repuntó con fuerza el jueves, cuando el selectivo registró su tercera caída superior al 1% en dos semanas, algo que no ocurría desde el verano. El mercado parece haber perdido el patrón de "comprar cualquier caída" que lo había caracterizado durante gran parte del año, al tiempo que se diluye el supuesto de que la inteligencia artificial sostendría indefinidamente las valoraciones.

La lectura de la semana confirma un deterioro selectivo más que general. Los grandes valores defensivos y las compañías con balances sólidos resistieron bien, mientras que los sectores más cíclicos y ligados al consumo discrecional fueron los más castigados. El estilo de inversión “value” superó al “growth” por segunda semana consecutiva y el grupo de los “Siete Magníficos” tampoco pudo escapar a la tónica de debilidad tecnológica que se ha hecho visible en el mes de noviembre.

El mismo motor tecnológico que había impulsado la superioridad del mercado estadounidense ha pasado a actuar en sentido contrario, erosionando su ventaja frente a Europa. De esta forma, las bolsas del Viejo Continente vivieron un movimiento de signo opuesto: el impulso de principios de semana fue suficiente para que los principales índices cerraran con avances notables a pesar de la debilidad del viernes. El EuroStoxx 50 subió un 2,3% en los últimos siete días y el Ibex 35 repuntó un 2,8%, consolidando su posición entre los mejores índices globales del año, con una rentabilidad acumulada del 41% en 2025. El sector bancario fue de nuevo el gran motor, beneficiado por la combinación de tipos reales positivos y sólidos resultados trimestrales, mientras que el consumo y el lujo también mostraron tono firme tras las expectativas de mejora en la demanda asiática y el alivio político en Francia, donde se evitó una nueva crisis de Gobierno. Las empresas farmacéuticas también apoyaron el buen tono semanal de las bolsas europeas.

En cambio, la renta variable asiática ofreció un desempeño desigual. El Nikkei, que venía de máximos históricos, mantuvo un tono semanal ligeramente alcista, en contraste con los emergentes asiáticos, que sufrieron la erosión del optimismo tecnológico y retrocedieron en el cómputo semanal. En China, la publicación de datos más débiles de lo esperado en ventas minoristas e inversión reavivó la preocupación sobre la efectividad de las políticas de estímulo.

Los mercados emergentes latinoamericanos, en contraste, registraron un sólido avance semanal cercano al 1,5%, gracias al buen desempeño de Brasil y Chile, apoyados por el dinamismo de sus sectores financieros y la proximidad de las elecciones chilenas, que el mercado descuenta con un sesgo favorable a las políticas promercado.

Más allá de los movimientos puntuales, el telón de fondo sigue siendo el mismo: los mercados deberían verse apoyados por la combinación de inflación contenida, crecimiento razonable y bancos centrales menos imprevisibles. Sin embargo, la Reserva Federal, a través de varios de sus miembros, ha reiterado que no hay prisa por recortar tipos, y que el mercado podría estar descontando un ciclo de relajación más agresivo del que la institución contempla. Esa advertencia ha tenido un efecto inmediato en las valoraciones de los activos más dependientes del coste del capital, como la tecnología y los segmentos más especulativos del mercado.

Renta Fija

La renta fija global vivió una semana de movimientos limitados, pero con un trasfondo de creciente tensión en los mensajes de los bancos centrales. En Estados Unidos, el rendimiento del Treasury a diez años repuntó moderadamente hasta el 4,15%, mientras que la referencia a dos años se situó en el 3,61%, manteniendo la pendiente de la curva invertida en torno a 50 puntos básicos. La breve relajación de comienzos de semana —propiciada por los datos de empleo privado de la encuesta ADP, algo más débiles de lo esperado— se deshizo conforme varios miembros de la Reserva Federal reiteraron que no hay prisa para iniciar los recortes de tipos, reduciendo las probabilidades de una bajada en diciembre y enfriando la trayectoria de relajación que el mercado había incorporado.

En ese contexto, los futuros de fondos federales ya descuentan que el siguiente recorte de tipos podría posponerse hasta bien entrado el segundo trimestre de 2026, lo que sugiere que el mercado empieza a interiorizar un escenario de tipos “altos por más tiempo”.

En Europa, se reflejó la misma tendencia al repunte de las rentabilidades, aunque con un matiz de divergencia entre el núcleo y la periferia. La rentabilidad del bund a diez años repuntó 5 puntos básicos, hasta el 2,72%, en línea con el movimiento estadounidense, mientras que los diferenciales soberanos se estrecharon de forma moderada. En Francia, la prima de riesgo volvió a situarse por debajo de los 75 puntos básicos —un notable estrechamiento de 7 puntos básicos—, mientras que las primas de riesgo de España e Italia se redujeron de forma marginal.

Los inversores europeos siguen interpretando que el BCE ha alcanzado el nivel terminal de su ciclo restrictivo y que no hay prisa por recortar nuevamente los tipos. Los indicadores de actividad (PMI de servicios en zona de expansión y manufacturas estabilizadas en torno a 50) apuntan a un entorno de crecimiento modesto pero positivo, lo que refuerza la tesis de una política monetaria estable durante varios trimestres. En este marco, los bonos soberanos continúan ofreciendo un colchón razonable frente a la volatilidad de la renta variable, aunque con rentabilidades que se resisten a descender ante la falta de señales de deterioro económico profundo.

Así las cosas, el repunte de las rentabilidades del bono alemán penalizó los precios de la deuda soberana europea, que cerró con caídas semanales del 0,10%. Los diferenciales de crédito mantuvieron mucha estabilidad y los precios de la deuda empresarial mostraron el mismo patrón de ligera debilidad que mostró la renta fija soberana, tanto en el segmento de grado de inversión como en “high yield”.

Materias primas

La semana en materias primas dejó un balance mixto. El petróleo repuntó un 2,2% en la sesión final y un 1,2% en el conjunto de la semana, aunque sigue sin recuperar la tendencia bajista que arrastra, lastrado por la debilidad de la demanda y la ausencia de tensiones geopolíticas que impulsen los precios. El oro consolidó su papel como activo refugio, subiendo un 2% en los últimos siete días y manteniendo una ganancia superior al 55% en lo que va de año. En cambio, los metales industriales mostraron un tono más débil, con descensos semanales del 0,4% y pérdidas acumuladas en el mes, reflejando el frenazo de la actividad en China.

Divisas

En el mercado de divisas, el euro que prolongó su tendencia apreciatoria frente a sus principales contrapartes. La divisa común avanzó un 0,5% en la semana frente al dólar, hasta 1,16, a pesar del tono más duro de la Fed. Frente al yen, el euro se fortaleció un 1,2%, impulsado por la debilidad estructural de la moneda japonesa y la expectativa de que el Banco de Japón mantenga su política ultraexpansiva al menos hasta comienzos de 2026. En cambio, el movimiento frente a la libra fue más moderado, con un avance del 0,4%, en una semana en la que el mercado británico estuvo condicionado por la inminencia del presupuesto de otoño y la perspectiva de un recorte del Banco de Inglaterra antes de fin de año.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

Los datos macroeconómicos publicados en Europa fueron mixtos, reflejando una economía que parece estabilizarse, pero que no da todavía señales de recuperación sólidas.

En el mundo de las encuestas, la confianza del inversor en la eurozona se situó en los -7,4 puntos en noviembre, frente a los -5,4 de octubre y por debajo de la estimación de consenso. Retrocedieron tanto el componente de situación actual como el de expectativas. Asimismo, la confianza de los inversores alemanes se deterioró en noviembre, según el índice ZEW, que descendió hasta los 38,5 puntos desde los 39,3 del mes anterior, frustrando las expectativas de mejora. El presidente del instituto atribuyó la caída a la creciente desconfianza en la capacidad del gobierno para abordar los problemas estructurales del país, pese a los ambiciosos planes de inversión en defensa e infraestructuras.

Pasando ya a los datos de actividad real, la producción industrial de septiembre en la eurozona defraudó las expectativas del consenso al repuntar un escaso 0,2% mensual, cuando se había proyectado un aumento del 0,7%. El desplome de la volátil producción industrial irlandesa fue el principal responsable de la sorpresa negativa. En claro contraste, la producción industrial en Italia mostró un fuerte crecimiento del 2,8%, muy por encima del 1,5% esperado por los expertos.

Por otra parte, no hubo sorpresas en el dato final de inflación de octubre en Alemania, que se mantuvo en el 2,3% interanual que había puesto de manifiesto la lectura preliminar. Sin embargo, en Francia, el IPC armonizado final de octubre se revisó ligeramente a la baja, hasta el 0,8% interanual, una décima menos que en la estimación preliminar, lo que confirma la continuidad del proceso de desinflación. En España, el IPC armonizado se mantuvo sin cambios en el 3,2% interanual, reflejando una inflación más persistente que en el núcleo europeo. Del mismo modo, la inflación subyacente en España se mantuvo en el 2,5% interanual de la primera estimación conocida hace unos días.

En Reino Unido, el crecimiento se desaceleró más de lo previsto en el tercer trimestre, con un avance del 0,1% frente al 0,3% del trimestre anterior. Parte de la debilidad refleja un retroceso puntual en la producción manufacturera. Por otra parte, el mercado laboral mostró nuevas señales de enfriamiento. El crecimiento salarial en el sector privado se moderó hasta el 4,2% interanual en el tercer trimestre, desde el 4,4% anterior, mientras que las nóminas cayeron por segundo mes consecutivo, con 32.000 trabajadores menos en octubre. La tasa de desempleo aumentó hasta el 5%, su nivel más alto en dos años.

Por último, la lectura final del PIB del tercer trimestre en la eurozona confirmó un crecimiento del 0,2% trimestral y del 1,3% interanual, en línea con la estimación preliminar.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

El cierre de Gobierno siguió retrasando la publicación de la inmensa mayoría de los datos macroeconómicos en Estados Unidos. En las próximas semanas, recibiremos un aluvión de datos atrasados, correspondientes a los meses de septiembre y octubre, comenzando esta misma semana con los datos de empleo del mes de septiembre.

De hecho, el único dato que se publicó durante la semana pasada fue la confianza de las pequeñas empresas, que se alineó con las expectativas del mercado en octubre y se situó en los 98,2 puntos, desde los 98,8 anteriores.

Sin embargo, lo más importante fue la confirmación de que el cierre de gobierno más largo en la historia llegó oficialmente a su fin después de 43 días, tras la firma por parte del presidente Trump de la ley de financiación provisional aprobada por el Congreso. El acuerdo permitirá reanudar la actividad federal de forma inmediata, aunque el proceso de normalización podría prolongarse varios días. El cierre habría restado alrededor de 1,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB real en el trimestre, aunque parte de esa pérdida se recuperará con la reapertura y el pago retroactivo a los empleados públicos. El nuevo presupuesto financiará la mayor parte del gobierno hasta el 30 de enero, lo que deja abierta la posibilidad de una nueva confrontación política a comienzos de 2026 si no se alcanza un acuerdo duradero.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

La economía china perdió impulso en octubre, con una contracción inédita de la inversión y una ralentización de la producción industrial que evidencian la fragilidad del arranque del cuarto trimestre. La inversión en activos fijos cayó un 1,7% en los diez primeros meses del año, encadenando cinco meses consecutivos de descensos. La producción industrial avanzó un 4,9% interanual, su menor ritmo desde enero, mientras que las ventas minoristas crecieron apenas un 2,9%, prolongando su racha de enfriamiento.

Catalizadores Semanales

La semana que comienza estará dominada por el retorno del flujo de datos macroeconómicos en Estados Unidos tras la reapertura del Gobierno. El mercado seguirá de cerca la publicación del informe de empleo de septiembre, primer dato relevante después de más de un mes de parálisis estadística. Además, las actas de la última reunión de la Reserva Federal permitirán calibrar el tono interno del Comité, en un contexto de creciente cautela frente a nuevas bajadas de tipos. En Europa, los PMI preliminares de noviembre serán la cita más relevante de la semana y podrían reforzar en escenario algo más constructivo de cara a los próximos meses. También conoceremos los datos de inflación de Reino Unido y Japón. Por último, se prevé que los tipos de referencia en China permanezcan sin cambios.

En España:

- Ventas de viviendas del mes de septiembre (18-nov).** Tras el fuerte retroceso de agosto, cuando las ventas de viviendas en España cayeron un 26,3% mensual y un 3,4% interanual, el dato de septiembre debería mostrar cierta normalización del mercado tras el ajuste estacional propio del periodo vacacional. La contracción del verano se explicó en buena medida por el descenso en las transacciones de segunda mano —que retrocedieron casi un 27% respecto a julio—, mientras que la obra nueva mostró un comportamiento algo más estable. De cara a septiembre, es razonable anticipar un repunte moderado de la actividad, en línea con la pauta histórica de recuperación del otoño. No obstante, la comparación interanual seguirá siendo exigente, ya que el mercado encara el cierre de 2025 con un tono más equilibrado, caracterizado por una menor rotación de inmuebles y una demanda más selectiva, especialmente en las grandes áreas urbanas.
- Balanza comercial del mes de septiembre (20-nov).** Tras el fuerte deterioro registrado en agosto, cuando el déficit comercial de España alcanzó casi 6.000 millones de euros, el dato de septiembre debería reflejar una corrección parcial del desequilibrio. La caída de las exportaciones en verano —afectadas por la debilidad de la demanda global y por los menores envíos a Asia— coincidió con un repunte de las importaciones energéticas y de bienes intermedios, lo que amplió el saldo negativo. Sin embargo, el inicio del otoño suele venir acompañado de una recuperación de la actividad exportadora, impulsada por la reactivación industrial europea y por la fortaleza del sector automovilístico, que había sufrido interrupciones en meses anteriores. En este contexto, es previsible que el déficit comercial de septiembre se reduzca moderadamente, gracias a una mejora en las ventas

a la Unión Europea —principal destino de las exportaciones españolas— y a la contención de las compras de crudo y gas tras la estabilización de los precios.

En Europa:

- **IPC del mes de octubre en Reino Unido (19-nov).** El dato de inflación de octubre en el Reino Unido debería confirmar una nueva moderación de las presiones de precios, consolidando la tendencia descendente observada en los últimos meses. Las estimaciones apuntan a una tasa interanual del 3,5%, frente al 3,8% de septiembre, lo que reforzaría la percepción de que el ciclo inflacionista ha tocado techo. El principal factor a la baja proviene de los costes energéticos, que este año apenas han subido en torno al 1%, en contraste con el fuerte incremento del 9% registrado en 2024. En sentido opuesto, los alimentos y los carburantes podrían ejercer cierta presión al alza, pero sin alterar la trayectoria general de desinflación. La inflación de servicios —indicador clave para el Banco de Inglaterra— también se habría suavizado ligeramente, hasta el 4,6% desde el 4,7%, apoyada en la moderación de los alquileres.
- **Lectura final del IPC de octubre en la eurozona (19-nov).** La lectura final del IPC de octubre en la eurozona, que se publicará el próximo miércoles, debería confirmar la estimación preliminar del 2,1% interanual, manteniendo la inflación general prácticamente anclada en el objetivo del BCE. En términos mensuales, se espera un avance del 0,2%, coherente con una evolución contenida de los precios energéticos y una moderación progresiva en bienes industriales. La inflación subyacente habría permanecido en torno al 2,4%, mientras que los servicios podrían mostrar una leve aceleración hasta el 3,4%, reflejo de unas presiones salariales aún elevadas. En conjunto, el dato debería consolidar la narrativa de desinflación gradual pero incompleta, que respalda la postura de cautela del BCE y su decisión de mantener los tipos estables hasta contar con evidencia más clara de una convergencia sostenida hacia el 2%.
- **Indicadores PMI preliminares de noviembre en Francia, Alemania, Reino Unido y el conjunto de la eurozona (13-nov).** Los PMI preliminares de noviembre ofrecerán una visión actualizada del pulso de la actividad en las principales economías europeas, en un momento en que la región busca confirmar la estabilización observada a comienzos del cuarto trimestre. En el conjunto de la eurozona, se espera que el índice compuesto se mantenga estable, en torno a 52,5 puntos, lo que apuntaría a una expansión moderada pero sostenida, liderada por los servicios y con un sector manufacturero débil, pero sin nuevos retrocesos. En Francia, las previsiones apuntan a una ligera mejora, aunque el PMI

compuesto seguiría por debajo del umbral de los 50 puntos, reflejando un contexto de crecimiento muy limitado. En Alemania, la economía podría consolidar su reciente recuperación parcial, con un PMI manufacturero en torno a 49,8 puntos y los servicios aún en zona expansiva, en torno a 54 puntos, impulsados por el consumo interno. En el Reino Unido, el PMI compuesto debería situarse cerca de 52 puntos, confirmando un ritmo de crecimiento modesto pero positivo al inicio del cuarto trimestre.

En EE.UU.:

Durante las próximas semanas, comenzarán a publicarse de forma escalonada los datos económicos pendientes en EE. UU. que quedaron suspendidos durante el cierre del Gobierno. Entre ellos destacan las construcciones iniciales de viviendas y los permisos de obra de septiembre. También está pendiente la actualización de los inventarios de negocios de agosto y de las ventas minoristas de septiembre. Asimismo, podrían conocerse datos de inventarios mayoristas y minoristas y de ventas de viviendas nuevas de septiembre. Finalmente, se esperan los informes sobre pedidos de bienes duraderos. En conjunto, este bloque de estadísticas resultará esencial para reconstruir la visión del ciclo económico estadounidense tras más de un mes de interrupción en la publicación de datos oficiales.

- **Encuestas manufactureras de Nueva York y de la Fed de Filadelfia de noviembre (17/20-nov).** Los indicadores manufactureros de noviembre ofrecerán las primeras señales sobre la evolución de la actividad industrial en EE. UU. tras la reapertura del Gobierno federal. Se espera que la encuesta Empire de Nueva York se enfríe ligeramente hasta los 5,8 puntos, desde los 10,7 de octubre, lo que sugeriría un ritmo de expansión moderado pero estable en la región. Por su parte, el índice de la Reserva Federal de Filadelfia debería repuntar desde los -12,8 puntos de octubre hasta niveles próximos a cero, lo que implicaría una mejora desde la contracción anterior y una cierta estabilización en los pedidos nuevos y el empleo manufacturero.
- **Índice de precios de importación de octubre (18-nov).** El informe de precios de importación de octubre debería mostrar una leve subida mensual, en torno al 0,1%, tras la caída de septiembre, reflejando una mayor estabilidad en los costes de los bienes importados. Excluyendo la energía, el incremento sería algo mayor —en torno al 0,2%—, lo que apunta a un moderado repunte en los precios de los bienes no energéticos en un contexto de demanda global débil y tipo de cambio estable. En términos interanuales, los precios se mantendrían prácticamente sin variación, consolidando un escenario de presiones externas contenidas.

- **Producción industrial del mes de octubre (18-nov).** La producción industrial de octubre en Estados Unidos probablemente muestre una ligera contracción del 0,1% mensual, tras el repunte registrado en septiembre. El retroceso respondería al descenso en la actividad manufacturera, afectada por interrupciones puntuales en las cadenas de suministro — como el incendio en una planta de aluminio que impactó la producción del modelo F-150 de Ford— y por una demanda externa más débil. Por su parte, la utilización de la capacidad instalada habría descendido hasta el 77,3%, desde el 77,4% previo. Aunque parte del ajuste puede atribuirse al cierre administrativo que retrasó la recopilación de datos, los indicadores adelantados del ISM y los PMIs ya venían señalando una pérdida de impulso en el sector industrial, lo que sugiere que la economía entró en el último trimestre del año con un tono más moderado en la producción física.
- **Balanza comercial del mes de agosto (19-nov).** El dato de balanza comercial de agosto en Estados Unidos, que se publicará junto con el resto de las estadísticas retrasadas por el cierre de Gobierno, debería reflejar una significativa mejoría del déficit, que se situaría en los 60.300 millones de dólares, desde los 78.300 millones anteriores.
- **Actas de la reunión de octubre de la Reserva Federal (19-nov).** Las actas de la reunión de octubre de la Reserva Federal, que se publicarán el miércoles, deberían confirmar un tono más cauteloso y dividido dentro del Comité, reflejando que crece el apoyo a una pausa temporal en los recortes de tipos tras la bajada de 25 puntos básicos aprobada entonces y la decisión de frenar la reducción del balance a partir de diciembre. El presidente Jerome Powell ya adelantó que existe un “coro creciente” de miembros partidarios de esperar al menos una reunión antes de seguir relajando la política monetaria. Aun así, el mercado mantiene abierta la posibilidad de un nuevo recorte en diciembre, condicionado a la evolución de los datos pendientes tras el cierre del Gobierno, especialmente los de empleo e inflación, que determinarán si la Fed opta por una pausa táctica o por mantener el ciclo de flexibilización.
- **Informe de empleo del mes de septiembre (20-nov).** El informe de empleo de septiembre, que se publicará este jueves tras semanas de retraso por el cierre del Gobierno, será clave para calibrar el tono de la Reserva Federal de cara a su reunión de diciembre. Según las estimaciones del consenso, la economía estadounidense habría creado unos 50.000 puestos de trabajo netos, una cifra que encajaría con el rango de equilibrio que varios miembros del FOMC consideran compatible con un mercado laboral estable. La tasa de desempleo se mantendría en el 4,3%, mientras que el empleo público podría restar dinamismo al dato agregado, afectado por las jubilaciones anticipadas y salidas voluntarias incentivadas durante el cierre. El avance del sector privado, en cambio, estaría impulsado por los servicios, especialmente ocio y hostelería, beneficiados por el

efecto riqueza derivado de la buena marcha de los mercados financieros. En conjunto, se espera un informe moderado pero consistente, que confirmaría la desaceleración gradual del mercado laboral sin señales de deterioro abrupto, alineado con un escenario de crecimiento más lento pero todavía resiliente.

- **Solicitudes semanales de subsidios por desempleo (20-nov).** Las solicitudes semanales de subsidios por desempleo, que volverán a publicarse tras la reapertura del Gobierno, deberían mostrar pocos cambios respecto a los niveles previos al cierre, situándose en torno a 225.000 peticiones para la semana terminada el 15 de noviembre. Este nivel es coherente con un mercado laboral aún sólido, aunque en proceso de enfriamiento gradual. De confirmarse, el dato reforzaría la percepción de que las tensiones en el empleo se están moderando sin un aumento significativo del paro, lo que encaja con la idea de un aterrizaje suave de la economía estadounidense.
- **Ventas de viviendas de segunda mano del mes de octubre (20-nov).** Las ventas de viviendas de segunda mano de octubre en Estados Unidos deberían mostrar un ligero avance, en torno al 1% mensual, hasta situarse cerca de los 4,1 millones de unidades anualizadas. Este repunte respondería principalmente a la caída de los tipos hipotecarios, que habría favorecido un aumento de las firmas de contratos y del tráfico de compradores durante el mes. El dato confirmaría la segunda mejora consecutiva en el mercado residencial tras varios meses de debilidad, aunque el ritmo de recuperación sigue siendo contenido.
- **Lectura final de la confianza del consumidor de noviembre, medida por la Universidad de Michigan (21-nov).** La lectura final de la confianza del consumidor de noviembre, elaborada por la Universidad de Michigan, debería mantenerse prácticamente sin cambios respecto a la estimación preliminar, en torno a los 50,3 puntos, tras el fuerte retroceso desde los 53,6 registrados en octubre. El prolongado cierre del Gobierno federal y la incertidumbre política asociada pesaron de forma significativa sobre la percepción de los hogares, que mostraron una mayor preocupación por la situación económica y el empleo. Además, la caída en los ingresos reales y la volatilidad de los mercados financieros durante el mes contribuyeron a deteriorar el sentimiento de los consumidores. De confirmarse este nivel, el índice se mantendría en mínimos de más de un año, reflejando un contexto de confianza frágil y cautela en el gasto.

Mercados

Los mercados afrontan la nueva semana en un entorno algo menos complaciente, pero todavía sustentado por una narrativa de fondo constructiva. El ajuste reciente en los segmentos más especulativos, especialmente en el ámbito tecnológico y en el universo cripto, ha servido para depurar excesos de optimismo que se habían acumulado en los meses anteriores. Lejos de ser una señal de vulnerabilidad, esta corrección puntual refuerza la sostenibilidad del ciclo, permitiendo que los inversores reevalúen riesgos y valoraciones en un marco donde los fundamentales siguen mostrando una sorprendente resistencia macroeconómica.

La economía estadounidense mantiene un crecimiento moderado pero consistente, mientras las presiones inflacionistas continúan relajándose de forma progresiva, abriendo la puerta a que la Reserva Federal siga recortando tipos en los próximos meses, aunque con un ritmo más prudente. El mensaje que previsiblemente recogerán las actas de la Fed y los datos de empleo del día 19 será determinante para calibrar el grado de desaceleración del ciclo y la disposición del banco central a mantener una política de apoyo sin renunciar a la disciplina. En paralelo, las empresas siguen ofreciendo resultados corporativos mejores de lo previsto, y el consenso continúa subestimando su capacidad de generar beneficios en un contexto de costes más controlados y márgenes más estables.

En el frente internacional, la visibilidad también ha mejorado: el comercio internacional muestra signos de estabilización y se reducen los riesgos políticos tras la reapertura de la Administración y la firma del nuevo acuerdo presupuestario al otro lado del Atlántico. Asimismo, la relación geoestratégica entre Estados Unidos y China atraviesa una etapa de mayor equilibrio, con menos riesgo de disrupciones inmediatas en los flujos comerciales o tecnológicos.

En el ámbito de la inversión temática, el deterioro del sentimiento inversor en torno a la inteligencia artificial refleja la inevitable toma de conciencia sobre las valoraciones y los plazos de rentabilidad de las grandes inversiones en curso. Sin embargo, más allá de la volatilidad de corto plazo, estamos ante un proceso estructural de disrupción y de superciclo inversor que seguirá actuando como viento de cola para el crecimiento y la productividad global. Es evidente que no todas las compañías que participan en este proceso sobrevivirán, pero las bases del cambio tecnológico permanecen intactas. No todo vale, y no todas las valoraciones se justifican, pero el avance tecnológico que está en marcha constituye uno de los pilares más sólidos del ciclo actual.

La semana tendrá dos catalizadores decisivos: los resultados de Nvidia, que marcarán el pulso de la narrativa tecnológica global, y los datos de empleo de septiembre, que serán la referencia clave para la Reserva Federal y, por extensión, para la trayectoria de los activos de riesgo. De la combinación de ambas lecturas dependerá el tono de los mercados en la recta final de noviembre.

En este contexto, mantenemos un posicionamiento sobreponderado en activos de riesgo, convencidos de que la visibilidad macro y corporativa ha mejorado de forma apreciable respecto a meses anteriores. Lejos de un final de ciclo, lo que estamos presenciando es un proceso saludable de ajuste de expectativas y depuración de exuberancia, necesario para que la tendencia alcista de fondo pueda prolongarse en los próximos trimestres con bases más sólidas y sostenibles.

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.