

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 15 al 19 de diciembre de 2025

Madrid, 15 de diciembre de 2025



Monitor de Mercado

ÍNDICES RENTA VARIABLE								TIPOS DE INTERÉS												
		Actual	Día	Ult. 7 días	MTD	YTD	Ult. 12 mes.			USA	España	Alemania	UK	Japón						
EUROPA	MSCI Europe	193,2	-0,56%	-0,11%	0,30%	13,72%	11,03%			3 Meses	3,61	2,04	1,95	3,92	0,64					
	EUROSTOXX 50	5.720,7	-0,58%	-0,06%	0,93%	16,85%	15,35%			1 Año	3,52	2,06	2,01	3,75	0,84					
	UK	9.649,0	-0,56%	-0,19%	-0,74%	18,06%	16,23%			3 Años	3,58	2,48	2,23	3,79	1,15					
	ALEMANIA	24.186,5	-0,45%	0,66%	1,47%	21,48%	18,57%			5 Años	3,74	2,67	2,47	3,96	1,44					
	FRANCIA	8.068,6	-0,21%	-0,57%	-0,67%	9,32%	8,69%			10 Años	4,18	3,31	2,86	4,52	1,95					
	ESPAÑA	16.854,4	-0,17%	0,99%	2,95%	45,36%	42,96%			30 Años	4,84	4,12	3,48	5,27	3,36					
USA	S&P 500	6.827,4	-1,07%	-0,63%	-0,32%	16,08%	12,22%	BONOS												
	S&P 100	3.415,2	-1,03%	-1,00%	-0,69%	18,16%	14,92%						Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.		
	NASDAQ	23.195,2	-1,69%	-1,62%	-0,73%	20,12%	15,77%						Monetario	155,1	0,01%	0,03%	0,06%	2,10%	2,27%	
	DOW JONES	48.458,1	-0,51%	1,05%	1,55%	13,90%	9,76%						Crédito	246,2	-0,02%	-0,27%	-0,40%	2,79%	1,89%	
JAPÓN	NIKKEI	50.836,6	1,37%	0,68%	1,16%	27,43%	29,12%						Gobiernos	714,1	-0,14%	-0,34%	-0,92%	0,33%	-1,35%	
EMERGENTES ^{*)}	GLOBAL	685,9	1,09%	-0,61%	-0,18%	8,06%	6,39%						RF Emergente	1283,3	0,04%	-0,82%	-1,05%	0,90%	0,13%	
	EUROPA	58,1	-0,01%	2,78%	1,48%	43,12%	38,08%						High Yield	391,4	0,02%	-0,08%	0,04%	4,80%	4,65%	
	ASIA	555,8	1,31%	-0,64%	1,05%	20,36%	20,15%	DIVISAS												
	LATAM	2.327,7	0,20%	0,28%	-0,76%	30,03%	19,59%						Eur/Dólar	1,17	0,02%	0,84%	1,22%	13,39%	11,85%	
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.407,8	-0,82%	-0,24%	0,21%	18,88%	14,72%						Eur/Yen	182,94	0,16%	1,17%	0,98%	12,38%	14,33%	
MATERIAS PRIMAS													Eur/Libra	0,88	0,15%	0,53%	0,18%	6,11%	6,66%	
Petróleo	Valor	61,1	-0,26%	-4,13%	-3,29%	-18,11%	-16,87%	* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente												
Oro		4299,6	0,45%	2,43%	1,42%	63,83%	58,18%													
Metales		166,6	-1,96%	0,14%	3,70%	30,01%	18,66%	* Datos de cierre												
								12-dic.-25												

Resumen Semanal

La recta final del año llega en un contexto en el que los bancos centrales se mueven con extrema cautela, conscientes de que estamos en una fase madura del ciclo y de que cualquier ajuste marginal de política puede tener consecuencias amplificadas sobre la actividad y los mercados. Tras varias decisiones relevantes en las últimas semanas, se perfila un patrón común: las autoridades monetarias quieren transmitir que se encuentran cómodas con el nivel actual de los tipos, pero al mismo tiempo insisten en mantener un margen amplio de maniobra ante cualquier deterioro de los datos. Esa dualidad define el tono dominante en un entorno económico que sigue condicionado por un equilibrio frágil entre desinflación, desaceleración controlada y tensiones geopolíticas.

La Reserva Federal es el mejor ejemplo de esta ambivalencia. Su reciente recorte de 25 puntos básicos estuvo acompañado de un mensaje nítido: los movimientos de carácter preventivo han quedado atrás. A pesar de haber revisado al alza sus previsiones de crecimiento y de mostrar confianza en la trayectoria desinflacionista, la institución está dividida: varios miembros votaron contra el recorte y otros defendieron una reducción mayor. Esta fractura interna refleja la dificultad de calibrar una política que, si bien busca sostener el ciclo, no quiere relajar

en exceso las condiciones financieras en un contexto de precios todavía por encima del objetivo. Los próximos datos, especialmente los vinculados al mercado laboral y la inflación subyacente, serán decisivos para determinar si el banco central deberá actuar de nuevo en los primeros meses de 2026.

En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra encara un dilema similar. La economía muestra signos de agotamiento —dos meses consecutivos de caída del PIB mensual—, mientras que la desinflación avanza, aunque con más lentitud que en otras economías avanzadas. Todo apunta a un recorte inminente, pero la comunicación será prudente. La institución quiere evitar enviar la señal de que entra en un ciclo acelerado de flexibilización cuando la inflación, especialmente en servicios, continúa siendo elevada. Por ello, aunque es probable que el banco central vuelva a bajar tipos en la primera parte de 2026, el ritmo será más lento y dependiente de unos datos que están mostrando una economía en la que conviven una demanda moderada con un mercado laboral que empieza a perder fuelle.

En Europa, el Banco Central Europeo insiste en que su política se encuentra “en un buen lugar”, pero evita presentarla como algo definitivo. Los indicadores de actividad han sorprendido al alza en las últimas semanas, especialmente la producción industrial alemana, y las próximas revisiones macro probablemente reflejarán un entorno algo más dinámico para 2026. Sin embargo, la inflación subyacente podría mantenerse por encima de lo deseado durante más tiempo, lo que explica que algunos miembros del consejo, como Isabel Schnabel, abran incluso la puerta a posibles subidas si los riesgos se materializan. La presidenta Lagarde tratará de mantener una comunicación que preserve la optionalidad: no comprometerse con un sesgo bajista, pero tampoco alimentar la idea de que el siguiente movimiento vaya a ser una subida. El BCE sabe que un error de calibración en esta fase del ciclo tendría un coste significativo sobre el crecimiento.

En Japón, la situación es distinta: todo apunta a una nueva subida de tipos que sitúe la tasa por encima del 0,50% de forma sostenida. La depreciación del yen, la mejora gradual de los salarios y una inflación que, aunque moderándose, sigue por encima del 2%, justifican este giro. Sin embargo, el Banco de Japón también es consciente de que el margen para endurecer condiciones sin generar tensiones financieras es reducido. Gran parte de la atención se centrará, de hecho, en su estimación sobre el tipo neutral, un parámetro clave para saber si habrá más ajustes en 2026 o si esta subida será un movimiento puntual destinado a contener la depreciación excesiva de la divisa.

China, por su parte, presenta un comportamiento dual que desconcierta a los mercados. Su comercio exterior ha vuelto a fortalecerse, con un superávit récord impulsado por exportaciones de tecnología avanzada y vehículos eléctricos. Sin embargo, la demanda interna

sigue deprimida. El deterioro del sector inmobiliario continúa, el consumo muestra escasa tracción y la inversión fija registra tasas negativas. La conferencia económica anual del país ha dejado claro que no habrá un gran estímulo y que la transición hacia un modelo menos dependiente del crédito y la construcción será lenta. Esta combinación —fortaleza exportadora y debilidad interna— anticipa tensiones comerciales añadidas, como demuestran los aranceles recientemente introducidos por México y el creciente debate europeo sobre medidas defensivas frente a la sobrecapacidad china.

En conjunto, la economía global transita un tramo delicado: los bancos centrales se aproximan al final de sus ciclos con un equilibrio entre prudencia y determinación, mientras la geopolítica adopta un tono más confrontativo. El crecimiento mundial se mantiene, pero sin excesos; la inflación desciende, pero no lo suficiente como para desactivar todas las alertas; y los mercados financieros avanzan en un terreno que combina expectativas razonables con riesgos latentes. La clave para los próximos meses será la capacidad de los bancos centrales para ajustar su mensaje sin desencadenar volatilidad, el comportamiento de China como factor de demanda y oferta en la economía global y la gestión de unas tensiones geopolíticas que se han convertido en un componente estructural del escenario económico.

Renta Variable

La renta variable global cerró una semana de contrastes, marcada por un frente macro que mantuvo el soporte al riesgo, gracias a una Reserva Federal menos restrictiva de lo esperado, y por un frente micro dominado por la volatilidad ligada a la inteligencia artificial. El movimiento de los mercados fue desigual por regiones, y la sesión del viernes dejó un mensaje claro: el repunte de las rentabilidades de largo plazo en Estados Unidos actuó como catalizador de la debilidad bursátil, amplificando la corrección iniciada por las dudas en torno al sector tecnológico.

Los inversores reaccionaron a la reunión de la Fed con compras generalizadas en renta variable, apoyados por un discurso de Jerome Powell que transmitió confianza en la resiliencia económica y restó dramatismo al impacto inflacionista derivado de los aranceles. La decisión de reducir el tipo de referencia en 25 puntos básicos, junto con la autorización de nuevas compras de deuda pública para reforzar las reservas bancarias, permitió al mercado obviar la moderación de expectativas respecto a futuros recortes y centrarse en el nuevo impulso que tendrá la liquidez en los próximos meses.

Sin embargo, la euforia se rompió por el frente micro, cuando Oracle y Broadcom publicaron

sus cuentas trimestrales. El S&P 500 terminó cediendo un 0,6% semanal y el Nasdaq sufrió con mayor intensidad, lastrado por una secuencia de noticias que erosionaron la confianza en los ganadores del año. En contraste, el índice S&P 500 equiponderado, donde pesan lo mismo los Siete Magníficos que las empresas menos capitalizadas del índice, avanzó un 0,7% semanal, reflejo de la fuerte rotación sectorial que se produjo fuera de la tecnología y hacia empresas de materias primas, financieras e industriales. Del mismo modo, el estilo de inversión "value" superó con claridad al "growth" y las pequeñas empresas del Russell 2000 también consiguieron cerrar la semana con números verdes.

Los resultados de Oracle actuaron como detonante de una corrección más amplia: la caída de más del 10% en la compañía volvió a arrastrar al ecosistema de IA, mostrando hasta qué punto el mercado está dispuesto a penalizar cualquier atisbo de presión en márgenes o exceso de apalancamiento. A ello se sumaron las dudas en torno a Broadcom, cuyas advertencias sobre rentabilidad reavivaron el temor a que el ciclo de inversión en capacidad de computación pueda seguir un patrón de retornos decrecientes.

Pero el golpe definitivo llegó el viernes con el repunte de la parte larga de la curva estadounidense. El avance de las rentabilidades a 30 años no solo endureció las condiciones financieras, sino que actuó como recordatorio de que la estabilidad reciente del tramo largo — uno de los principales vientos de cola para la renta variable durante buena parte del año — ya no puede darse por sentada. El mercado reaccionó con ventas generalizadas, especialmente en tecnología y crecimiento, donde la sensibilidad a movimientos en la curva es mayor.

Europa mostró un comportamiento más equilibrado a lo largo de la semana, aunque también terminó ligeramente en negativo en la mayoría de mercados. El MSCI Europe retrocedió levemente, mientras que el EuroStoxx 50 apenas perdió unas centésimas. Alemania logró avanzar apoyada en la mejora de su producción industrial, mientras Francia y Reino Unido volvieron a debilitarse. España brilló con subidas cercanas al 1%, impulsada por el rally del sector financiero tras la publicación de un informe del BCE que avala la simplificación regulatoria y reconoce el bloqueo de cientos de miles de millones en capital por exceso normativo. Aun así, el final de semana también arrastró a los índices europeos, afectados por la corrección estadounidense y por la subida de los tipos largos, que tensó el sentimiento global y provocó toma de beneficios en sectores más expuestos a valoración.

Japón destacó positivamente en el mapa bursátil semanal. El Nikkei avanzó más de un 0,7% impulsado por un yen contenido y por la expectativa de que la próxima subida de tipos del Banco de Japón vendrá acompañada de un mensaje extremadamente gradualista. Además, las señales de distensión parcial en las restricciones comerciales entre Estados Unidos y China sobre chips de última generación dieron oxígeno al sector tecnológico asiático. Los

emergentes también mostraron debilidad: el índice global cayó un 0,6%, con las bolsas latinoamericanas liderando gracias al repunte de los precios de las materias primas.

Los indicadores de sentimiento seguían mostrando niveles de complacencia al inicio de la semana, con volatilidades implícitas en zona baja y RSI en zona de sobrecompra en varios índices. Ese telón de fondo explica la rapidez con la que el mercado reaccionó a la combinación de sorpresas micro negativas y repunte de las rentabilidades largas. La complacencia reduce la capacidad de absorción de shocks y amplifica las salidas tácticas, un patrón característico de mercados maduros.

En conjunto, la renta variable global transita un tramo donde la narrativa macro sigue siendo favorable —con bancos centrales que suavizan su postura sin avivar la inflación y con Europa mostrando signos de estabilización—, pero el corto plazo revela una sensibilidad creciente a movimientos en la curva y a cualquier revisión de expectativas en los sectores que han liderado el ciclo.

Renta Fija

La renta fija cerró una semana dominada por la reacción a la reunión de la Reserva Federal. Aunque el recorte de 25 puntos básicos ya estaba ampliamente descontado, el tono menos cauto de lo anticipado en la comunicación posterior provocó un movimiento dispar en los tramos de la curva, con especial protagonismo del largo plazo estadounidense. La pendiente de la curva entre las referencias a 2 y 10 años experimentó una subida de 9 puntos básicos, alcanzando máximos que no se veían desde el año 2022.

Ese repunte condicionó el comportamiento de los bonos globales. Los soberanos en general cedieron terreno durante la semana, con pérdidas acumuladas próximas al 0,3% en Europa, donde los distintos tramos de la curva permanecieron estrechamente ligados al movimiento norteamericano. La deuda alemana se vio lastrada por dos factores: por un lado, la transmisión del repunte de rentabilidades en Estados Unidos, y por otro, la expectativa de que los datos de inflación de noviembre puedan resultar menos benignos de lo esperado, elevando el riesgo de que las curvas europeas adopten un sesgo al alza en el corto plazo. En consecuencia, el rendimiento del bono alemán a 10 años subió 6 puntos básicos semanales, aunque las primas de riesgo periféricas se estrecharon de forma marginal.

El crédito europeo, sin embargo, mostró una mayor resiliencia relativa. Aunque cedió un 0,27% en la semana, el movimiento se mantuvo contenido y no alteró de forma significativa el

estrechamiento de diferenciales observado en los últimos meses. La combinación de baja aversión al riesgo, estabilidad macro en la eurozona y ausencia de sorpresas corporativas relevantes favoreció la contención del movimiento, incluso en un entorno donde el tramo soberano sí sufría. El “high yield”, por su parte, retrocedió mínimamente en el cómputo semanal.

Materias primas

Las materias primas cerraron una semana mixta, con un comportamiento dispar entre la energía y los activos refugio. El petróleo volvió a situarse en el foco de las caídas, acumulando un descenso superior al 4% en los últimos siete días y manteniéndose cerca de los mínimos del año. El mercado sigue descontando un equilibrio frágil entre una oferta ampliamente asegurada y una demanda incierta, mientras los rumores sobre un posible avance en las negociaciones para un alto el fuego en Ucrania continúan ejerciendo presión a la baja. En contraste, el oro prolongó su racha positiva y avanzó más de un 2% en la semana, favorecido por el repunte de la aversión al riesgo y por la caída puntual del dólar. Los metales industriales mantuvieron una ligera ganancia semanal.

Divisas

El mercado de divisas cerró una semana de apreciación generalizada del euro, en un entorno dominado por la mayor estabilidad percibida en la eurozona. El cruce euro/dólar avanzó cerca del 0,8% semanal, apoyado en el mensaje menos duro de lo previsto por parte de la Fed y en la expectativa de que los datos de inflación europeos mantengan el sesgo de estabilización observado recientemente. Frente al yen, la moneda única también se fortaleció más de un 1%, en un momento en que el Banco de Japón prepara su próxima subida de tipos, pero sigue comunicando un proceso extremadamente gradual, lo que resta apoyo a la divisa japonesa. El euro también ganó algo de terreno frente a la libra esterlina, en una semana marcada en el Reino Unido por la debilidad del PIB mensual y la cercanía de la reunión del Banco de Inglaterra.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

Los datos macro publicados en Europa siguieron evidenciando una actividad económica que mejora sensiblemente en Alemania.

Comenzando por los indicadores adelantados, la confianza del inversor de diciembre en la eurozona, se alineó con los pronósticos del mercado y repuntó desde los -7,4 a los -6,2 puntos.

Pasando ya a los datos de actividad real, la producción industrial alemana repuntó con fuerza en octubre, avanzando un 1,8% mensual —muy por encima del 0,3% previsto— y reforzando la idea de que la economía podría volver a crecer en el último tramo de 2025. El impulso procedió de la construcción, la maquinaria y los productos electrónicos, aunque el sector del automóvil volvió a flaquear.

También en Alemania, los datos de comercio exterior mostraron en octubre un leve avance de las exportaciones, que crecieron un 0,1% mensual tras el repunte de septiembre, mientras que las importaciones retrocedieron con fuerza, ampliando el superávit comercial hasta casi 17.000 millones de euros.

En el mundo de los precios, los datos finales del IPC armonizado de noviembre en las principales economías del euro no depararon sorpresas. Alemania confirmó una tasa interanual del 2,6%, mientras Francia mantuvo también el 0,8%, consolidando el perfil de fuerte desinflación observado en los últimos meses. La excepción fue España, cuyo IPC armonizado se revisó una décima al alza hasta el 3,2%, reflejando una dinámica algo más firme de lo inicialmente comunicado. En tasa subyacente, no obstante, el IPC español se mantuvo en el 2,6% interanual de la lectura preliminar.

Por otra parte, el PIB mensual del Reino Unido volvió a decepcionar en octubre, con una contracción del 0,1% que frustró las expectativas de un leve avance y confirmó el estancamiento que arrastra la economía británica desde el verano. La caída de los servicios y de la construcción —del 0,3% y 0,6%, respectivamente— más que compensó el rebote de la producción industrial, impulsada temporalmente por la reanudación de la actividad en el sector del automóvil tras el ciberataque que afectó a Jaguar Land Rover. El dato refuerza la idea de que el Banco de Inglaterra tendrá que mantener un sesgo claramente acomodaticio y avanzar en nuevos recortes de tipos ante la debilidad generalizada de la actividad.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

Los datos macroeconómicos publicados durante la semana pasada en Estados Unidos siguieron confirmando que la mayor economía del planeta se desacelera suavemente sin que existan evidencias de deterioro abrupto. Asimismo, continuamos recibiendo datos aparentemente contradictorios sobre la salud del mercado laboral.

En el mundo de las encuestas, la confianza de las pequeñas empresas mejoró hasta los 99,0 puntos en noviembre, desde los 98,2 anteriores y superando las proyecciones de los analistas.

En cuanto a los múltiples datos sobre el mercado laboral estadounidense, la encuesta JOLTS mostró en octubre un mercado laboral resistente. Las vacantes repuntaron hasta los 7,67 millones, su nivel más alto en cinco meses y superando con creces las expectativas del mercado, aunque concentradas en pocos sectores como comercio y sanidad. Al mismo tiempo, los despidos aumentaron hasta los 1,85 millones y la contratación retrocedió con fuerza tras el repunte del mes anterior.

Sin embargo, las solicitudes iniciales de desempleo avanzaron con claridad en la primera semana de diciembre, aunque el movimiento refleja en gran medida las distorsiones habituales asociadas al periodo festivo de Acción de Gracias. Las peticiones aumentaron en 44.000 unidades, hasta las 236.000, un registro por encima de lo previsto por el consenso. Aun así, la media móvil de cuatro semanas apenas se movió y continúa en niveles coherentes con un mercado laboral que se está enfriando de manera gradual. Las solicitudes totales retrocedieron más de lo esperado, pero ese dato corresponde aún a la semana del festivo y no altera la lectura de un mercado laboral que crea y destruye empleo a ritmos muy bajos, tal y como subrayó Powell, y que debería mantener cierta presión al alza sobre el desempleo en los próximos meses.

Por otra parte, el índice de coste de empleo del tercer trimestre volvió a moderarse, avanzando un 0,8% frente al 0,9% previo y situándose por debajo de lo que esperaba el consenso. En términos interanuales, el índice subió un 3,5%, su ritmo más bajo desde 2021. Esta desaceleración refuerza la señal de alivio en las presiones salariales.

En otro orden de cosas, el déficit comercial estadounidense se estrechó de forma inesperada en septiembre hasta 52.800 millones de dólares, el nivel más bajo desde 2020, reflejo de un notable repunte de las exportaciones y de un avance mucho más moderado de las importaciones. Las ventas al exterior crecieron un 3%, impulsadas por envíos excepcionales de oro y productos farmacéuticos, mientras que las compras al resto del mundo apenas

avanzaron un 0,6%. Más allá de la volatilidad asociada a los cambios arancelarios recientes, estas cifras sugieren que el sector exterior aportará un pequeño empuje al crecimiento del tercer trimestre.

Sin duda, la reunión de la Fed fue el epicentro de la semana macroeconómica estadounidense. Como ya hemos apuntado, la institución recortó los tipos por tercera vez consecutiva y acompañó la decisión con un mensaje que fue interpretado como constructivo para los mercados. Jerome Powell transmitió confianza en la resiliencia económica y restó importancia al impacto inflacionista derivado de los aranceles. La comunicación de Powell hizo hincapié en la dependencia de los datos y en la cautela a la hora de interpretar las cifras laborales recientes debido a distorsiones estadísticas tras el cierre administrativo. El presidente de la Fed reiteró que el impacto de los aranceles debería moderarse en la segunda mitad del próximo año y recalcó que, de no haber mediado la presión arancelaria, la inflación subyacente estaría en estos momentos algo por encima del 2%. Pese a ello, el Comité mostró división en torno a la trayectoria de tipos para 2026, reflejo de la complejidad de equilibrar un mercado laboral que empieza a mostrar señales de agotamiento con unos precios que, aunque moderándose, continúan por encima del objetivo.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

La inflación china repuntó en noviembre hasta el 0,7% interanual gracias al encarecimiento de los alimentos, pero el dato no logró disipar los temores deflacionistas que siguen pesando sobre la economía. El índice de precios de producción volvió a retroceder con fuerza hasta el -2,2% interanual, encadenando 38 meses de caídas y reflejando la debilidad de la demanda interna. La inflación subyacente se estancó en el 1,2%, poniendo de manifiesto que el repunte del IPC obedeció más a factores puntuales que a una recuperación sólida del consumo.

Catalizadores Semanales

La semana que comienza estará marcada por un intenso calendario macro global en el que los bancos centrales vuelven a concentrar la atención. Las reuniones del Banco de Inglaterra, del Banco de Japón y del BCE ayudarán a perfilar el tono monetario de cierre de año. A ello se suma una batería de datos clave: empleo e inflación en Estados Unidos tras semanas de retrasos por el cierre de gobierno, indicadores de demanda en China previsiblemente débiles e inflación en Reino Unido. En paralelo, varios bancos centrales emergentes (México, Chile, Indonesia) continuarán sus propios ciclos de relajación.

En España:

- **Ventas de viviendas del mes de octubre (15-dic).** Las cifras de septiembre mostraron un rebote muy intenso de las ventas de viviendas tras el bache de agosto, con incrementos mensuales superiores al 30% tanto en vivienda nueva como usada. Este patrón encaja con la elevada volatilidad estacional del tramo final del verano y sugiere que una parte del salto responde a compras desplazadas desde agosto. Con esa referencia, es razonable anticipar que los datos de octubre muestren cierta normalización, probablemente con un retroceso moderado respecto al extraordinario nivel de septiembre, pero manteniendo un tono subyacente sólido.
- **Costes laborales del tercer trimestre de 2025 (16-dic).** Los costes laborales se moderaron en el segundo trimestre hasta el 3% interanual —desde el 3,8% previo—, mostrando un patrón dominante de desaceleración gradual pero persistente. Nada apunta a un repunte brusco en el tercer trimestre: el mercado laboral mantiene un tono sólido, pero sin tensiones salariales relevantes, aunque la inflación ha seguido siendo firme. En este contexto, lo más razonable es anticipar que los datos del tercer trimestre muestren cierta estabilidad en tasas similares. Ello sería coherente con un entorno de convenios colectivos avanzando a ritmos más homogéneos y un crecimiento económico que, aunque resistente, no está generando cuellos de botella laborales.
- **Estadística hipotecaria del mes de octubre (17-dic).** Las hipotecas registradas en septiembre mostraron un fuerte repunte tanto en número como en capital prestado, en línea con el comportamiento excepcionalmente dinámico de las compraventas de vivienda ese mismo mes. Dado que este aumento responde en gran medida a un efecto de normalización tras el bache de agosto y a la elevada correlación estructural entre crédito y

transacciones, lo razonable es anticipar que los datos de octubre reflejen una moderación técnica desde los niveles extraordinarios de septiembre.

En Europa:

- **Producción industrial del mes de octubre en la eurozona (15-dic).** Las previsiones apuntan a que la producción industrial de la eurozona habría registrado en octubre un avance sólido, con un crecimiento mensual cercano al 0,8%, el mayor desde mayo. De confirmarse, este repunte permitiría que la tasa interanual avanzara hasta el 1,8%, poniendo fin a tres meses de lecturas más débiles. El patrón sugiere que la industria está empezando a estabilizarse tras un verano especialmente flojo. Aun así, el impulso sigue siendo modesto y dependiente de factores volátiles, por lo que este dato debe interpretarse como un alivio táctico más que como una señal de recuperación estructural del sector.
- **Indicadores PMI preliminares de diciembre en Francia, Alemania, Reino Unido y el conjunto de la eurozona (16-dic).** Los PMI preliminares de diciembre deberían confirmar un tono de mejora muy gradual en las principales economías europeas, aunque con diferencias relevantes entre países y sectores. En la eurozona, el PMI manufacturero repuntaría hasta los 49,9 puntos, su nivel más alto desde octubre, todavía en zona contractiva pero señalando una estabilización creciente; los servicios cederían ligeramente, aunque manteniéndose con holgura por encima de los 50 puntos. Alemania mostraría un patrón similar: manufacturas mejorando hacia 48,7 puntos, mientras los servicios retroceden marginalmente pero siguen sosteniendo el crecimiento. Francia replicaría esta asimetría, con un ligero avance en industria (48,1) y un pequeño retroceso en servicios. En el Reino Unido, se espera una recuperación moderada del PMI compuesto hasta los 51,5 puntos, revirtiendo parte de la caída ligada a la incertidumbre presupuestaria de noviembre. En conjunto, el consenso estima un marginal retroceso en el PMI compuesto de la eurozona, que pasaría de los 52,8 a los 52,7 puntos.
- **Encuesta ZEW de sentimiento inversor de diciembre en Alemania (16-dic).** La encuesta ZEW de diciembre apunta a una mejora marginal del sentimiento inversor en Alemania. Las expectativas económicas repuntarían hasta los 39 puntos, desde los 38,5 anteriores. Sin embargo, el índice de situación actual seguiría profundamente en terreno contractivo, alrededor de -80 puntos, lo que subraya que la economía alemana continúa lidiando con un entorno operativo muy frágil. En conjunto, la encuesta sugerirá que la recuperación sigue siendo incipiente y muy dependiente de que la industria consolide su reciente estabilización.

- **Encuesta IFO de confianza empresarial de diciembre en Alemania (17-dic).** La encuesta IFO de confianza empresarial de diciembre en Alemania se espera que muestre una ligera mejora en el clima de negocios, aunque desde niveles todavía deprimidos. El índice general se proyecta en torno a 88,2 puntos, desde los 88,1 del mes de noviembre. Tanto la evaluación de la situación actual como las expectativas se moverían en niveles muy similares a los registrados en noviembre, con una ligera mejoría en el componente de situación actual y un marginal retroceso en el de expectativas. En conjunto, el IFO de diciembre apuntaría a que la confianza empresarial en Alemania está estabilizándose, sin que ello implique un cambio brusco en el ciclo económico del país.
- **Lectura final del IPC del mes de noviembre en la eurozona (17-dic).** La lectura final del IPC de noviembre en la eurozona no debería deparar sorpresas y previsiblemente confirmará el avance interanual del 2,2% ya adelantado en el dato preliminar. El ligero repunte frente a octubre responde, sobre todo, a la contribución algo mayor de los servicios y a un efecto de base en energía, mientras que las medidas de inflación subyacente seguirían mostrando una desinflación que avanza, pero de forma irregular. En conjunto, las expectativas apuntan a un informe que validará el diagnóstico de estabilidad en los precios y reforzará la idea de que el BCE mantendrá su estrategia de pausa, a la espera de señales más claras de moderación en los componentes más persistentes de la cesta.
- **IPC del mes de noviembre en Reino Unido (17-dic).** El IPC de noviembre en Reino Unido debería mostrar una moderación muy ligera de la inflación, con la tasa interanual descendiendo hacia el 3,5% desde el 3,6% previo. El ajuste vendría principalmente por efectos de base relacionados con los incrementos impositivos del mismo periodo del año pasado, mientras que la inflación de servicios —clave para el Banco de Inglaterra— probablemente se mantenga elevada y estable en torno al 4,5%. En conjunto, las expectativas apuntan a un informe que confirma el avance gradual del proceso desinflacionista, aunque sin el dinamismo suficiente como para aliviar por completo las preocupaciones del banco central sobre la persistencia de las presiones domésticas.
- **Decisión de política monetaria del Banco de Inglaterra (18-dic).** La decisión de política monetaria del Banco de Inglaterra llega en un momento en el que los datos de actividad, salarios e inflación apuntan a una economía debilitándose con claridad, lo que refuerza las expectativas de un recorte de 25 puntos básicos, hasta el 3,75%. La votación será previsiblemente ajustada, con el gobernador Bailey inclinándose esta vez por apoyar la bajada gracias a la combinación de un mercado laboral más flojo y unas perspectivas de inflación algo más benignas tras el presupuesto de noviembre. Aun así, el mensaje seguirá siendo prudente: aunque el ciclo de relajación continúa, el margen para acelerar el ritmo de recortes es limitado mientras la inflación de servicios siga claramente por encima del objetivo.

- Decisión de política monetaria del BCE (18-dic).** El BCE afronta la reunión del 18 de diciembre con un escenario claramente continuista: el consenso apunta a que mantendrá sin cambios el tipo de refinanciación en el 2,15% y la facilidad de depósito en el 2%, mientras sus nuevos escenarios seguirían proyectando una inflación por debajo del 2% a medio plazo. Pese a ese sesgo de "inflación insuficiente", el Consejo de Gobierno parece inclinado a prolongar la pausa y a subrayar la resiliencia reciente de la actividad y la persistencia de las presiones en servicios, más que a abrir la puerta a nuevas bajadas. En este contexto, y con los indicadores de comunicación del propio BCE girando hacia posiciones más duras, el mercado llega a la cita descontando una estrategia de tipos inalterados durante un periodo prolongado, sin recortes a la vista en 2026.

En EE.UU.:

- Encuestas manufactureras de diciembre de Nueva York y de la Fed de Filadelfia (15/18-dic).** Las encuestas manufactureras de diciembre ofrecerán una primera lectura sobre el cierre de año industrial en EE.UU., previsiblemente mostrando cierta pérdida de impulso tras los repuntes puntuales del otoño. El índice Empire del Estado de Nueva York habría retrocedido con claridad respecto al fuerte avance de noviembre, situándose en torno a los 10,0 puntos, desde los 18,0 anteriores. En cambio, la encuesta de la Fed de Filadelfia apunta a un rebote desde terreno negativo, apoyado en una mejora de los pedidos. En conjunto, ambas referencias dibujan un sector manufacturero que no se desploma, pero tampoco consolida una recuperación firme, con señales mixtas que reflejan un ciclo industrial todavía frágil y muy dependiente de la evolución de la demanda doméstica en los primeros meses de 2026.
- Informe de empleo del mes de noviembre (16-dic).** El informe de empleo de noviembre en EE. UU., retrasado por el cierre administrativo, debería reflejar una creación de empleo modesta, en el entorno de 50.000 puestos, suficiente para evitar una señal de deterioro abrupto pero coherente con la tendencia de enfriamiento que arrastra el mercado laboral desde mediados de año. La tasa de paro podría situarse alrededor del 4,5%, aunque este dato llega condicionado por "ruido" estadístico relevante: la encuesta de hogares se realizó de forma atípica y la propia Reserva Federal ha advertido de posibles distorsiones en la medición. En suma, se espera un informe mixto, capaz de alimentar lecturas divergentes en clave de política monetaria, pero que, en esencia, describe un mercado laboral que pierde tracción de manera gradual, encajando con la tesis de que la economía transita hacia un crecimiento más lento que permitirá a la Fed avanzar en su ciclo de recortes en 2026.

- **Ventas minoristas del mes de octubre (16-dic).** Las ventas minoristas de octubre en Estados Unidos probablemente muestren un avance muy moderado, con un crecimiento cercano al 0,1% en la tasa general, lastradas por dos factores puntuales: la fuerte caída de las matriculaciones de automóviles tras la finalización del crédito fiscal para vehículos eléctricos y el descenso de los precios de la gasolina durante el mes. En contraste, el grupo de control —más representativo para el PIB— habría registrado un incremento más sólido, alrededor del 0,4%, apoyado en el gasto de los hogares de renta media-alta y en la resiliencia del consumo discrecional.
- **Solicitudes semanales de subsidios por desempleo (18-dic).** Las solicitudes semanales de subsidio por desempleo para la semana que terminó el 13 de diciembre probablemente se moderaron ligeramente, con las peticiones iniciales estimadas en torno a las 225.000, tras el repunte observado en la semana anterior por distorsiones estacionales relacionadas con Acción de Gracias. La media móvil de cuatro semanas —que suaviza las fluctuaciones— se mantendría bastante estable, reflejando que el mercado laboral sigue mostrando resiliencia estructural, aunque con señales de un enfriamiento suave.
- **IPC del mes de noviembre (18-dic).** El IPC de noviembre en Estados Unidos, cuyo detalle completo se publica esta semana tras los retrasos derivados del cierre administrativo, debería mostrar un repunte moderado de las presiones inflacionistas, con avances previstos del 0,2% en octubre (dato parcial que también se revelará ahora) y del 0,3% en noviembre, tanto en la tasa general como en la subyacente. En términos interanuales, ambas medidas se situarían alrededor del 3,1%, reflejo de un escenario en el que la desinflación continúa, pero con cierta fricción derivada del encarecimiento de algunos bienes expuestos a aranceles y de la resistencia de varios servicios. El informe llegará con múltiples advertencias técnicas —por la falta de recogida de precios en octubre y el retraso en noviembre—, por lo que el ruido estadístico puede ser elevado. Aun así, la lectura de fondo seguirá siendo que la inflación mantiene la senda descendente, aunque sin la contundencia que permitiría a la Fed mostrarse más agresiva en su ciclo de recortes.
- **Ventas de viviendas de segunda mano del mes de noviembre (19-dic).** Las ventas de viviendas de segunda mano en noviembre probablemente mostraron un avance muy moderado, con un ritmo anualizado cercano a 4,15 millones, apenas por encima de los 4,10 millones del mes anterior. El mercado sigue condicionado por unas condiciones de financiación exigentes y por la debilidad de la oferta disponible, factores que continúan limitando la capacidad de recuperación del sector. Además, la ligera subida de las hipotecas a lo largo del mes habría frenado parte de la demanda que se había reactivado en octubre. En conjunto, noviembre debería ofrecer la imagen de un mercado residencial

estable pero anémico, donde la mejora respecto a los mínimos del verano es real, pero insuficiente para hablar de un cambio de tendencia sólido.

- **Lectura final de la confianza del consumidor de diciembre, medida por la Universidad de Michigan (19-dic).** La lectura final de la confianza del consumidor de la Universidad de Michigan para diciembre debería confirmar un leve repunte del sentimiento, situándose en torno a 53,5 puntos, apenas por encima de la estimación preliminar. La mejora responde en parte al recorte de tipos de la Reserva Federal y a la moderación de algunas presiones inflacionistas, factores que han aliviado ligeramente las expectativas financieras de los hogares. No obstante, el nivel absoluto del indicador sigue siendo bajo en perspectiva histórica, reflejando que las preocupaciones sobre el coste de la vida y la desaceleración del mercado laboral continúan pesando en la percepción de los consumidores.

Global:

- **Batería macroeconómica de noviembre en China (15-dic).** En la madrugada del lunes, conocimos los datos de actividad chinos del mes de noviembre. El gigante asiático volvió a dejar claro que la inercia económica es más débil de lo que muchos quieren admitir. La producción industrial desaceleró ligeramente hasta el 4,8% interanual (desde 4,9% en octubre y por debajo del consenso del 5%), mientras que el consumo volvió a ser el eslabón más débil: las ventas minoristas apenas crecieron un 1,3%, encadenando seis meses de moderación y muy lejos del 2,9% previo. La inversión fija ofreció la señal más preocupante: su contracción se amplió al -2,6% en el periodo enero-noviembre, con un desplome mensual cercano al 11%, impulsado por un retroceso histórico de la inversión inmobiliaria. El cuadro completo revela un deterioro generalizado de la demanda interna. Aunque el objetivo oficial del 5% para este año está prácticamente asegurado por efecto base, la debilidad subyacente es demasiado profunda como para justificar complacencia. Si Pekín aspira a mantener un crecimiento cercano al 5% en 2026 y recuperar algo de impulso privado, tendrá que actuar con mayor contundencia en los primeros meses del año, combinando más estímulo monetario y un apoyo fiscal mejor focalizado.
- **Reunión de política monetaria del Banco de Japón (19-dic).** La reunión de diciembre del Banco de Japón apunta a un nuevo impulso hacia la normalización monetaria, con el mercado descontando una subida de 25 puntos básicos hasta el 0,75%, apoyada en una inflación que se mantiene en torno al 3% y en unos indicadores de actividad y sentimiento sólidos. El mensaje, sin embargo, seguirá siendo prudente: el BoJ presentará el movimiento como un ajuste adicional desde niveles aun claramente acomodaticios, evitando

comprometerse con una senda rápida de futuras subidas para no provocar una reacción desordenada del yen ni tensionar en exceso las condiciones financieras.

Mercados

El tono de mercado sigue siendo constructivo porque, pese al ruido, el relato central no ha cambiado: inflación a la baja, crecimiento débil pero positivo y bancos centrales que se mueven ya más en el terreno de los matices que en el de los giros bruscos. En los próximos días, los catalizadores clave pasarán por comprobar si los datos validan ese "aterrizaje suave" que descuenta el consenso. En EE.UU., el binomio empleo–inflación seguirá marcando el paso: unas nóminas moderadas, unas solicitudes de subsidio que no terminan de dispararse y un IPC que se mantiene estable en el entorno del 3% permiten mantener la expectativa de recortes de tipos en 2026 sin activar, de momento, el miedo a una recesión inminente.

En la eurozona, la combinación de producción industrial algo más sólida, PMIs en zona expansiva y una inflación armonizada en torno al 2% refuerza el escenario de tipos estables en el BCE durante un tiempo, pero con un riesgo claramente desplazado hacia futuras bajadas, no hacia nuevas subidas, a pesar del reciente discurso de Schnabel. Y en Japón, la posible subida del BoJ se interpreta más como un paso de normalización que como una amenaza para la liquidez global.

La renta variable llega a este tramo del año con valoraciones exigentes en algunos segmentos, pero respaldada por unas expectativas de crecimiento de beneficios que, de momento, no han sufrido revisiones a la baja. Cualquier evidencia de que los datos de actividad aguantan y que la desinflación continúa dará oxígeno a estos niveles de valoración.

En renta fija, las curvas mantienen un sesgo hacia la normalización, con una parte larga que descuenta ciertos riesgos inflacionistas y fiscales. Si los mensajes del BCE, del BoE y del BoJ se ciñen al guion de estabilidad previsto, es razonable esperar un comportamiento ordenado de las curvas, tras el reciente repunte que ha generado tensión en los mercados financieros. En crédito, la estabilidad de los diferenciales sigue actuando como amortiguador clave y refuerza la percepción de que el ciclo no está entrando en fase de estrés.

En conjunto, el sesgo sigue siendo de prudente optimismo: el escenario base favorece a los activos de riesgo siempre que no se rompa el equilibrio entre crecimiento e inflación. En este entorno, favorecido además por la nueva liquidez anunciada por la Reserva Federal, seguimos manteniendo una visión constructiva sobre los activos de riesgo, que continuamos sobreponderando en nuestras carteras.

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.