

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 22 al 26 de diciembre de 2025

Madrid, 22 de diciembre de 2025



Monitor de Mercado

		ÍNDICES RENTA VARIABLE					
		Actual	Día	Ult. 7 días	MTD	YTD	Ult. 12 mes.
EUROPA	MSCI Europe	196,2	0,42%	1,56%	1,86%	15,49%	13,96%
	EUROSTOXX 50	5.760,4	0,32%	0,69%	1,63%	17,65%	16,20%
	UK	9.897,4	0,61%	2,57%	1,82%	21,10%	20,71%
	ALEMANIA	24.288,4	0,37%	0,42%	1,89%	22,00%	19,99%
	FRANCIA	8.151,4	0,01%	1,03%	0,35%	10,44%	10,38%
	ESPAÑA	17.169,8	0,22%	1,87%	4,88%	48,08%	47,79%
USA	ITALIA	44.757,6	0,66%	2,86%	3,23%	30,92%	30,11%
	S&P 500	6.834,5	0,88%	0,10%	-0,21%	16,20%	16,39%
	S&P 100	3.420,9	0,96%	0,17%	-0,52%	18,36%	18,59%
	NASDAQ	23.307,6	1,31%	0,48%	-0,25%	20,70%	20,19%
JAPÓN	DOW JONES	48.134,9	0,38%	-0,67%	0,88%	13,14%	13,72%
	NIKKEI	49.507,2	1,03%	-2,61%	-1,49%	24,10%	26,68%
EMERGENTES (1)	GLOBAL	679,5	0,94%	-0,93%	-1,11%	7,06%	6,75%
	EUROPA	59,6	0,88%	2,51%	4,03%	46,72%	45,24%
	ASIA	544,0	0,68%	-2,12%	-1,09%	17,81%	17,65%
	LATAM	2.279,9	0,28%	-2,06%	-2,80%	27,36%	26,36%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.413,8	0,72%	0,14%	0,35%	19,04%	18,64%

TIPOS DE INTERÉS					
	USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses	3,60	2,02	1,99	3,91	0,68
1 Año	3,50	2,07	2,01	3,77	0,86
3 Años	3,52	2,47	2,24	3,79	1,16
5 Años	3,69	2,68	2,49	3,97	1,49
10 Años	4,15	3,33	2,90	4,52	2,02
30 Años	4,82	4,17	3,54	5,26	3,43

MATERIAS PRIMAS						
	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Petróleo	60,5	1,09%	-1,06%	-4,32%	-18,98%	-17,60%
Oro	4338,9	0,14%	0,91%	2,35%	65,32%	67,83%
Metales	173,2	2,56%	4,02%	7,86%	35,22%	37,26%

BONOS						
	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Monetario	155,1	0,00%	0,04%	0,10%	2,14%	2,26%
Crédito	246,2	-0,12%	-0,03%	-0,43%	2,76%	2,36%
Gobiernos	713,6	-0,27%	-0,07%	-0,99%	0,26%	-0,46%
RF Emergente	1292,4	0,12%	0,71%	-0,35%	1,62%	0,41%
High Yield	391,9	0,00%	0,14%	0,18%	4,94%	4,84%

DIVISAS						
	Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Eur/Dólar	1,17	-0,10%	-0,26%	0,97%	13,10%	13,11%
Eur/Yen	184,74	1,32%	0,98%	1,98%	13,49%	15,28%
Eur/Libra	0,88	-0,07%	-0,29%	-0,11%	5,80%	6,32%

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre 19-dic.-25

Resumen Semanal

El cierre de 2025 deja una fotografía macroeconómica y de mercados razonablemente constructiva, aunque no exenta de matices relevantes que conviene subrayar. Tras un año volátil, los activos de riesgo afrontan el cambio de ejercicio en un tono claramente más optimista: las bolsas estadounidenses se sitúan cerca de máximos históricos, la volatilidad permanece contenida, los diferenciales de crédito siguen estrechos y el mercado descuenta nuevas bajadas de tipos en los próximos meses. Este clima favorable surge de una combinación de crecimiento más sólido de lo esperado, inflación moderándose de forma gradual y bancos centrales que, por ahora, han optado por no alterar el equilibrio alcanzado.

En el ámbito de la política monetaria, el mensaje dominante es de continuidad y cautela. En la zona euro, el Banco Central Europeo ha mantenido los tipos en niveles que considera próximos a la neutralidad, reforzando la idea de que la política monetaria ya no es claramente restrictiva, pero tampoco ha entrado en una fase de relajación automática. Las últimas proyecciones apuntan a un crecimiento algo más sólido y a una inflación que converge lentamente hacia el objetivo, aunque con el componente subyacente todavía ligeramente por encima del 2% en el horizonte de 2026.

La institución insiste en preservar su opcionalidad y en decidir reunión a reunión, lo que, en la práctica, eleva el listón para cualquier movimiento a corto plazo. El riesgo de error sigue existiendo, pero hoy se inclina más hacia una eventual relajación adicional que hacia un endurecimiento inesperado.

El Reino Unido ofrece una narrativa similar, aunque con más tensiones internas. El último recorte de tipos se produjo con una votación muy dividida, reflejo de un comité que empieza a percibir que se acerca al tipo neutral. La inflación ha sorprendido a la baja, especialmente en los componentes más sensibles para las expectativas, como los alimentos, y el mercado laboral muestra señales claras de enfriamiento, con aumento del desempleo y desaceleración salarial. Todo ello sugiere que el proceso de normalización continuará, pero de forma gradual y condicionada a los datos, evitando transmitir una falsa sensación de victoria prematura sobre la inflación.

Japón sigue siendo la excepción estructural. El Banco de Japón ha elevado tipos hasta niveles no vistos en décadas, pero insiste en que las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias en términos reales. El foco está ahora en los salarios y en su capacidad para consolidar un ciclo inflacionista más estable. La autoridad monetaria parece dispuesta a seguir avanzando, aunque a un ritmo prudente.

En Estados Unidos, algunos datos recientes han sido recibidos como un regalo para los mercados: inflación claramente por debajo de lo esperado, consumo resistente y un mercado laboral que, pese a mostrar fisuras, sigue generando renta agregada suficiente para sostener la demanda. Sin embargo, la calidad de parte de esa información es cuestionable. Distorsiones estadísticas asociadas al cierre administrativo y a factores estacionales hacen que la señal sea ruidosa. Corregidas esas anomalías, la inflación subyacente sigue desacelerándose, pero no al ritmo que reflejan los últimos registros. El mensaje de fondo es que la Reserva Federal dispone de margen para seguir recortando tipos, pero deberá hacerlo con prudencia, evitando sobrereactivar a datos puntuales.

El contexto geopolítico añade un elemento adicional de apoyo, aunque todavía frágil. En Europa se han dado pasos relevantes para garantizar la financiación de Ucrania en los próximos años, y se vislumbran, por primera vez en mucho tiempo, marcos de negociación más definidos sobre el conflicto. Un eventual alto el fuego o acuerdo parcial tendría implicaciones económicas significativas, especialmente a través del canal energético. Los precios reales del petróleo se sitúan en niveles históricamente bajos, reflejo de una oferta abundante y de una demanda que no termina de despegar. Para economías importadoras como la europea, este entorno actúa como un estímulo adicional, favoreciendo el crecimiento y reforzando el proceso desinflacionista.

China continúa siendo, sin embargo, el principal foco de desequilibrio global. Su papel como gran potencia manufacturera se consolida, ganando cuota exportadora incluso en un entorno de mayores barreras comerciales. Al mismo tiempo, la demanda interna sigue claramente debilitada. Las ventas minoristas, la inversión y, en particular, el sector inmobiliario, muestran una contracción profunda, que no está siendo compensada por estímulos fiscales suficientes. Esta divergencia entre un sector externo dinámico y una economía doméstica deprimida intensifica las tensiones comerciales con el resto del mundo y plantea interrogantes sobre la sostenibilidad del modelo de crecimiento chino en el medio plazo.

Con todo, el balance agregado es razonablemente positivo. El crecimiento global se mantiene en torno al 3%, con economías desarrolladas avanzando a ritmos más modestos pero estables, y emergentes aportando la mayor parte de la expansión. La inflación, aunque no volverá a los mínimos de la década pasada, ha dejado atrás los escenarios más adversos. Para los mercados, este entorno sigue siendo compatible con una visión constructiva, siempre que se asuma que los riesgos no han desaparecido, sino que se han transformado. La complacencia sería un error. La clave para 2026 será discernir cuánto de la mejora reciente es estructural y cuánto responde a factores transitorios que podrían revertirse con rapidez.

Renta Variable

La renta variable cerró la semana con un tono claramente más constructivo del que cabía esperar tras un inicio marcado por la desconfianza y la volatilidad, ilustrando bien hasta qué punto el mercado sigue dominado por narrativas, psicología y factores técnicos en este tramo final del año. El balance agregado fue positivo, especialmente en Europa, mientras que Estados Unidos logró borrar completamente la debilidad acumulada en la primera mitad de la semana, apoyado en un giro brusco del sentimiento a partir del jueves.

El arranque de la semana puso de manifiesto las principales vulnerabilidades del mercado en estos momentos. Por un lado, el desplome de Bitcoin volvió a actuar como catalizador negativo, no tanto por su impacto directo, sino por lo que simboliza: una corrección abrupta del apetito por el riesgo en los segmentos más especulativos. Por otro, resurgieron con fuerza las dudas sobre la rentabilidad económica del ciclo de inversión en inteligencia artificial, un debate que llevaba semanas latente y que terminó aflorando de forma más explícita. El mercado empezó a preguntarse no si la IA transformará la economía —algo que pocos discuten—, sino quién está realmente asumiendo el riesgo financiero de su despliegue masivo y a qué precio.

En ese contexto, los datos de empleo en Estados Unidos, sin ser negativos, tampoco aportaron el alivio que el mercado buscaba. La lectura fue ambigua: el mercado laboral sigue resistiendo, pero no lo suficiente como para clarificar el calendario de movimientos de la Reserva Federal. Esa falta de definición mantuvo a los inversores en modo defensivo, reforzando la sensación de que, con valoraciones elevadas y elevada concentración sectorial, cualquier duda podía amplificarse.

El punto de máxima tensión llegó cuando se conoció que Blue Owl no aportaría capital al proyecto de centros de datos de Oracle en Michigan. Más allá del impacto puntual en el valor, el mensaje fue mucho más profundo: el episodio reabrió el debate sobre la viabilidad económica de algunos proyectos de inversión en IA y, sobre todo, sobre la estructura de financiación de ese ciclo. Estas dudas fueron suficientes para provocar una nueva oleada de cautela en los valores más expuestos a la temática.

Sin embargo, el tono cambió de forma abrupta en la segunda mitad de la semana. La publicación del IPC de noviembre en Estados Unidos actuó como auténtico catalizador. La clara sorpresa bajista en la inflación subyacente, junto con señales de moderación en los componentes más sensibles —especialmente vivienda—, permitió al mercado reconstruir el escenario que mejor encaja con el posicionamiento actual: crecimiento que aguanta y presiones inflacionistas que se relajan. Es el mejor de los mundos posibles para los activos de riesgo, al reforzar las expectativas de recortes de tipos sin activar temores de desaceleración económica.

Ese giro de sentimiento se vio claramente amplificado por los resultados de Micron, que actuaron como catalizador dentro del universo tecnológico. La compañía presentó unas previsiones muy por encima de lo esperado, respaldadas por la demanda estructural ligada a la inteligencia artificial. Micron dejó claro que el cuello de botella está en la oferta, hasta el punto de que su memoria de alto ancho de banda —memorias HBM, críticas para centros de datos de IA— está vendida hasta 2027. En un momento en el que el mercado cuestiona quién asume el riesgo del despliegue masivo de infraestructuras, Micron dejó claro que hay segmentos donde la inversión en IA no solo es viable, sino extraordinariamente rentable.

El viernes, con un segundo cierre consecutivo al alza, los índices terminaron borrando por completo la debilidad inicial de la semana. Europa consolidó su mejor comportamiento relativo, apoyada en sectores como banca y en un entorno de volatilidad contenida, mientras que Estados Unidos volvió a apoyarse en las grandes tecnológicas para cerrar el balance semanal en positivo. El índice mundial de MSCI terminó con un comportamiento semanal plano.

Sin embargo, Japón terminó rezagado, penalizado por la incertidumbre en torno a la política monetaria y por el repunte de rentabilidad en el tramo largo de la curva de tipos soberana, mientras que los mercados emergentes también ofrecieron un balance negativo, con Latinoamérica y Asia condicionadas por la corrección en activos de mayor riesgo y por la persistente fragilidad del crecimiento chino.

La pregunta ahora es si el mejor tono inversor en la parte final de la semana será suficiente para dar paso al tradicional rally de Santa Claus. Del mismo modo que Santa Claus existe mientras millones de niños se comportan como si existiera, el rally de fin de año existe mientras millones de inversores crean en él y compren anticipando que otros harán lo mismo. Los próximos días dirán si los mercados mantienen esa fe colectiva o si, como ocurre a veces, la magia se desvanece antes de que termine la Navidad.

Renta Fija

La semana en los mercados de renta fija estuvo dominada por un tono de mayor tranquilidad, coherente con el mensaje macro que terminó imponiéndose en la segunda mitad de la semana: desaceleración gradual de la inflación sin señales claras de deterioro económico. En ese contexto, los datos de empleo e inflación en Estados Unidos fueron el principal catalizador. La combinación de un mercado laboral que sigue mostrando resiliencia, pero sin presiones salariales relevantes, y una inflación subyacente claramente más moderada, reforzaron las expectativas de recortes de tipos oficiales a lo largo de 2026.

Este escenario tendió a presionar a la baja las rentabilidades de la deuda pública norteamericana, especialmente en los tramos medios de la curva, reduciendo de nuevo el diferencial frente a Alemania, cuyo tipo a 10 años regresó a máximos anuales, en el entorno del 2,90%. La lectura que hizo el mercado es clara: la Reserva Federal gana margen para flexibilizar su política monetaria, mientras que el BCE da por concluido su ciclo de normalización.

En un entorno de menor aversión al riesgo, las primas soberanas continuaron relajándose desde niveles ya reducidos, favoreciendo especialmente a la periferia. La combinación de planes fiscales relativamente creíbles en países como España e Italia y la ausencia de sorpresas monetarias, mantuvieron los diferenciales contenidos, en un contexto en el que Alemania avanza hacia una política fiscal más expansiva.

Desde el punto de vista de precios, el repunte de las rentabilidades del bono alemán no pudo

ser compensado por la mejor evolución de las primas periféricas, con lo que la semana nos dejó un balance ligeramente negativo en los bonos soberanos europeos. Por su parte, el crédito mostró un mejor desempeño relativo, sobre todo en el segmento de "high yield", que consiguió cerrar la semana con alzas, aunque de escasa magnitud.

Materias primas

La semana en el mercado de materias primas estuvo marcada por comportamientos divergentes entre energía, metales preciosos y metales industriales. El petróleo volvió a mostrar debilidad, acumulando descensos en la semana, presionado por unas perspectivas de oferta holgadas y por la expectativa de un posible avance en las negociaciones en torno a Ucrania, factores que siguen limitando cualquier intento de recuperación sostenida. En contraste, el oro mantuvo un tono firme, apoyado en la expectativa de recortes de tipos de la Fed. Los metales industriales, por su parte, destacaron positivamente, con avances semanales relevantes, reflejando tanto el renovado apetito por riesgo en la segunda mitad de la semana como el soporte estructural asociado a la transición energética y a la demanda vinculada a la inversión en infraestructuras y tecnología.

Divisas

En el mercado de divisas, la semana volvió a estar dominada por la fortaleza del dólar, un comportamiento especialmente sorprendente si se tiene en cuenta que se ha producido en un contexto de estrechamiento de los diferenciales de rentabilidad entre el Treasury estadounidense y el bund alemán. Pese a ese menor atractivo relativo en términos de tipos, el billete verde se vio respaldado por la lectura de los datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos, que redujeron los riesgos inflacionistas sin poner en cuestión la solidez del crecimiento.

El euro cedió ligeramente frente al dólar en la semana, mientras que se mostró más estable frente a la libra y se apreció con claridad frente al yen, reflejando la persistente debilidad de la divisa japonesa tras la subida de tipos del Banco de Japón. y la falta de visibilidad sobre su senda futura.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

En una semana de mucha actividad macroeconómica, los indicadores adelantados publicados en Alemania dieron un paso atrás, sugiriendo que todavía no podemos dar por hecho un contexto de recuperación sólida del crecimiento del país en los próximos meses.

Empezando por las encuestas, el mensaje es claro: la confianza sigue siendo frágil. En Alemania, el índice GfK de confianza del consumidor volvió a sorprender negativamente en enero, cayendo hasta los -26,9 puntos, muy por debajo de lo esperado, lo que refleja una persistente cautela del consumidor alemán pese a la moderación de la inflación y a unas perspectivas algo más favorables a medio plazo. En el conjunto de la eurozona, la confianza del consumidor también retrocedió ligeramente en diciembre hasta los -14,6 puntos, manteniéndose en niveles claramente negativos. Ambos indicadores apuntan a que el consumo seguirá siendo un soporte débil para el crecimiento europeo en el corto plazo, reforzando la idea de una recuperación lenta y muy dependiente de unas condiciones financieras más favorables.

En el ámbito de las encuestas empresariales, los PMI de diciembre en la eurozona apuntaron a una pérdida moderada de impulso. El índice compuesto retrocedió hasta los 51,9 puntos desde los 52,8 anteriores, permaneciendo en zona de expansión, pero por debajo de lo esperado. La debilidad se concentró en Alemania, donde el sector industrial cayó a mínimos de diez meses y los servicios también decepcionaron, mientras que Francia ofreció un contrapunto más positivo, con su mejor lectura manufacturera en más de tres años. En Reino Unido, el PMI compuesto repuntó desde 51,2 hasta 52,1 puntos, mostrando una dinámica algo más favorable. Sin abandonar el terreno de las encuestas, el índice ZEW de sentimiento inversor en Alemania sí sorprendió al alza, con una lectura de 45,8 puntos, superando ampliamente las expectativas y reflejando una mejora del optimismo de los analistas financieros. En contraste, el índice Ifo alemán volvió a deteriorarse en diciembre más de lo esperado, situándose en 87,6 puntos, con un retroceso del componente de expectativas que confirma que la recuperación de la mayor economía de la eurozona sigue siendo frágil tras dos años de crecimiento nulo.

Pasando a los datos reales, las ventas minoristas en Reino Unido volvieron a caer en noviembre por segundo mes consecutivo, con un descenso del 0,1% mensual, frente a un consenso que esperaba un repunte del 0,3%. La incertidumbre fiscal en la antesala del presupuesto, las advertencias sobre la situación de las finanzas públicas y la especulación en torno a posibles subidas de impuestos mantuvieron a los consumidores en una actitud claramente prudente.

Por el contrario, la producción industrial de la eurozona registró en octubre un repunte del 0,8% mensual, en línea con lo esperado, aportando una señal algo más constructiva. En España, las ventas de viviendas crecieron un sólido 6,3% mensual en octubre, aunque en términos interanuales registraron una caída del 2,5%.

En materia de precios, los datos publicados reforzaron el mensaje desinflacionista. En Reino Unido, el IPC de noviembre sorprendió claramente a la baja, moderándose hasta el 3,2% interanual desde el 3,6% anterior, por debajo de lo esperado tanto por el consenso como por el propio Banco de Inglaterra. La desaceleración fue amplia, destacando la caída de la inflación en alimentos y bienes básicos, junto con una ligera moderación en los servicios. En la eurozona, el IPC final de noviembre se revisó una décima a la baja hasta el 2,1% interanual, mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable en el 2,4%, consolidando la percepción de que el proceso desinflacionista avanza, aunque de forma gradual.

Este conjunto de datos sirvió de telón de fondo para las decisiones de política monetaria. El BCE mantuvo los tipos de interés sin cambios, con la facilidad de depósito en el 2%, en una decisión unánime que refleja la confianza de la institución en que la inflación se mantiene cerca del objetivo y que la economía muestra algo más de solidez de lo previsto. Christine Lagarde insistió en un enfoque reunión a reunión, sin comprometerse con una senda concreta, y dejó claro que todas las opciones siguen abiertas. Las nuevas proyecciones apuntan a un crecimiento algo más firme y a una inflación general por debajo del 2% durante los próximos dos años, antes de volver al objetivo en 2028, lo que respalda una pausa prolongada en el ciclo de tipos. Por su parte, el Banco de Inglaterra recortó el tipo oficial en 25 puntos básicos, hasta el 3,75%, pero acompañó la decisión de un mensaje más prudente, subrayando que las decisiones futuras serán cada vez más ajustadas, lo que llevó al mercado a moderar sus expectativas de recortes adicionales en 2026.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

Los datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos avalaron en conjunto una economía resistente y con presiones inflacionistas claramente a la baja, aunque los indicadores adelantados ofrecieron señales de debilidad. Todo ello, además, estuvo condicionado por la calidad irregular de algunos registros, potencialmente distorsionados por el reciente cierre del Gobierno federal, lo que ha introducido un grado adicional de incertidumbre en la interpretación de los datos.

Empezando por las encuestas y los indicadores adelantados, el tono fue desigual. La confianza del consumidor mostró una ligera mejora en diciembre, con el índice de la Universidad de Michigan repuntando hasta los 52,9 puntos, aunque por debajo de lo esperado y todavía cerca de un 30% inferior a los niveles de hace un año. Las preocupaciones sobre el coste de la vida y la situación financiera de los hogares siguen pesando de forma significativa, como refleja el deterioro hasta mínimos históricos de la percepción de las condiciones actuales para realizar grandes compras.

En el ámbito regional, la encuesta manufacturera de Nueva York sorprendió negativamente, con el índice de condiciones generales cayendo hasta los -3,9 puntos tras dos meses excepcionalmente fuertes, mientras que el índice de la Fed de Filadelfia profundizó su deterioro hasta los -10,2 puntos, muy por debajo de las estimaciones. No obstante, las expectativas a futuro en la encuesta de Nueva York repuntaron con fuerza hasta los 35,7 puntos, uno de los mayores saltos mensuales en años, sugiriendo que el pesimismo actual no se extiende al medio plazo. Por su parte, el PMI compuesto de diciembre mostró un ligero enfriamiento de la actividad, descendiendo hasta los 53,0 puntos, aunque permaneciendo cómodamente en zona de expansión. La confianza de los constructores, en cambio, mejoró marginalmente hasta los 39 puntos, en línea con lo esperado.

En cuanto a los datos reales de actividad, el mercado inmobiliario continuó mostrando una recuperación muy gradual. Las ventas de viviendas de segunda mano apenas avanzaron un 0,5% mensual en noviembre, hasta una tasa anualizada de 4,13 millones. La moderación en el crecimiento de los precios, con el precio mediano aumentando solo un 1,2% interanual, y la estabilización de los tipos hipotecarios han comenzado a atraer compradores de forma marginal, aunque la escasez de oferta sigue siendo un factor limitante, con el inventario equivalente a apenas 4,2 meses de ventas.

En el mercado laboral, los datos confirmaron un proceso de enfriamiento progresivo. Tras la pérdida de 105.000 empleos en octubre —explicada en gran medida por la salida temporal de empleo federal asociada al cierre del Gobierno—, las nóminas repuntaron en noviembre en 64.000 puestos, ligeramente por encima de lo esperado. La tasa de paro aumentó hasta el 4,6%, máximo de cuatro años, reflejando tanto una mayor dificultad para recolocarse como el regreso de personas al mercado laboral. Al mismo tiempo, el crecimiento salarial se moderó de forma significativa, con un avance mensual del 0,1%. Por su parte, las solicitudes iniciales de subsidio por desempleo se mantuvieron alineadas con el consenso, en 224.000 peticiones, confirmando que, por ahora, no se observan tensiones abruptas en el empleo.

En el mundo de los precios, la inflación subyacente sorprendió claramente a la baja en noviembre, situándose en el 2,6% interanual, su nivel más bajo desde comienzos de 2021. Aunque el dato estuvo parcialmente afectado por distorsiones estadísticas ligadas al cierre del Gobierno, la desaceleración fue amplia y consistente, sugiriendo que, más allá del ruido, el proceso desinflacionista avanza en la dirección correcta.

Finalmente, el consumo siguió mostrando una notable resiliencia. Las ventas minoristas de octubre se mantuvieron planas en términos agregados, penalizadas por la caída de las ventas de automóviles tras el vencimiento de incentivos fiscales y por el efecto precio de la gasolina. Sin embargo, las ventas del grupo de control repuntaron un sólido 0,8%, el mayor avance en cuatro meses, apuntando a un consumidor que sigue sosteniendo la actividad.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

El Banco de Japón dio un paso decisivo en la normalización de su política monetaria al subir el tipo de interés hasta el 0,75%, su nivel más alto desde 1995. El BoJ manifestó que los tipos siguen en niveles “significativamente bajos” y que el tipo neutral probablemente sea más alto de lo que se pensaba, lo que abre la puerta a un ciclo de endurecimiento gradual, previsiblemente espaciado y condicionado por salarios, inflación y estabilidad financiera.

También en Japón, el PMI compuesto preliminar de diciembre se situó en los 51,5 puntos, desde los 52,0 anteriores, presionado por el sector servicios, ya que el PMI manufacturero mejoró desde los 48,7 a los 49,7 puntos.

Catalizadores Semanales

Con una agenda macroeconómica claramente más ligera, la atención del mercado en la semana que comienza se desplazará desde los datos hacia los riesgos latentes y las narrativas de fondo. En el frente monetario, el foco seguirá puesto en la Reserva Federal y en el debate sobre la intensidad del ciclo de recortes en 2026. Más allá de la política monetaria, el riesgo de que pueda colapsar la narrativa sobre la inteligencia artificial o la posibilidad de que el estímulo fiscal en Alemania llegue tarde para sostener el crecimiento europeo, serán los elementos más significativos. En ausencia de referencias macro de peso, será este conjunto de riesgos el que marque el tono de los mercados en los próximos días.

En España:

- **Balanza comercial del mes de octubre (22-dic).** Con la información de septiembre, lo razonable para octubre es esperar una ligera corrección a la baja del déficit comercial. Septiembre mostró un déficit elevado, cercano a los 6.000 millones de euros, muy concentrado en Asia —especialmente China— y en América, mientras que el superávit con la Unión Europea y con Reino Unido siguió actuando como principal contrapeso. Para octubre, la moderación de los precios energéticos debería haber contenido el valor de las importaciones. Aun así, el déficit con Asia difícilmente habrá cedido de forma significativa, por lo que el escenario más probable es un déficit todavía amplio, pero algo inferior al de septiembre, coherente con una economía que sigue mostrando fortaleza importadora.
- **Lectura final del PIB del tercer trimestre (23-dic).** El próximo día 23 se publicará la lectura final del PIB del tercer trimestre en España y, salvo sorpresa, se espera una confirmación del avance trimestral del 0,6%, en línea con la estimación preliminar. El dato debería ratificar que la economía española mantiene un ritmo de crecimiento claramente superior al del conjunto de la eurozona, apoyado fundamentalmente en la fortaleza de la demanda interna. El consumo de los hogares y el gasto público habrían vuelto a actuar como principales motores de la actividad, compensando holgadamente la contribución negativa del sector exterior. Más allá de la cifra agregada, el interés estará en confirmar que el impulso subyacente sigue siendo sólido, lo que refuerza la idea de que España afronta la recta final del año con un crecimiento resiliente, incluso en un entorno europeo más débil y pese a la incertidumbre política interna.

- **Índice de precios de producción de noviembre (23-dic).** El repunte del IPP en octubre — tanto en tasa mensual como interanual — pareció responder más a efectos puntuales y de base que a un cambio de tendencia, tras varios meses de fuertes correcciones y elevada volatilidad. De cara a noviembre, la estabilización de los precios energéticos, la ausencia de nuevos shocks en materias primas y un entorno de demanda industrial todavía débil apuntan a que el IPP podría volver a registrar avances mensuales muy moderados, o incluso un ligero retroceso, manteniendo la tasa interanual en niveles bajos.

En Europa:

- Durante los próximos días, no se publicarán datos macroeconómicos relevantes en Europa.

En EE.UU.:

- **Segunda lectura del PIB del tercer trimestre (23-dic).** La segunda lectura del PIB del tercer trimestre en Estados Unidos debería confirmar que la economía mantuvo un ritmo de crecimiento sólido en ese periodo, con un avance en torno al 3,2-3,3% anualizado, ligeramente por debajo de la primera estimación, pero claramente por encima del potencial. El detalle del dato previsiblemente ratificará el papel central del consumo privado como principal motor de la actividad, apoyado por un gasto de los hogares todavía robusto, junto con una contribución positiva, aunque más moderada, de la inversión no residencial ligada a tecnología y centros de datos. El sector exterior habría aportado de forma favorable tras la caída de las importaciones, mientras que el comportamiento de inventarios seguiría siendo prudente. En conjunto, el dato debería reforzar la narrativa de una economía que llegó al tramo final del año con inercia suficiente para absorber el impacto del cierre del Gobierno y coherente con un escenario de desaceleración gradual, no de ruptura, del ciclo económico estadounidense.
- **Pedidos de bienes duraderos del mes de octubre (23-dic).** Los pedidos de bienes duraderos de octubre deberían reflejar un comportamiento volátil en el dato agregado, condicionado de nuevo por el componente de transporte. El consenso espera una caída del -1,5% en el índice general tras el fuerte repunte previo. Más relevante será la lectura subyacente, ya que los pedidos excluyendo transporte previsiblemente mostrarán un avance del 0,3%, señal de que la inversión empresarial se mantiene resistente pese a un entorno de mayor cautela.

En particular, la demanda ligada a equipamiento tecnológico y eléctrico continúa actuando como soporte, coherente con el buen tono de la inversión en IA y centros de datos. En conjunto, el dato apunta a una inversión que pierde algo de impulso respecto a trimestres anteriores, pero que sigue lejos de un deterioro abrupto.

- **Producción industrial del mes de noviembre (23-dic).** La producción industrial de noviembre debería mostrar un comportamiento estable, con un avance muy modesto del 0,1% en el dato agregado, en línea con un sector manufacturero que sigue transitando una fase de debilidad cíclica sin señales claras de deterioro adicional. Tras la atonía observada en octubre, se espera una ligera mejora apoyada en el repunte de la actividad manufacturera y en la normalización de algunos cuellos de botella, mientras que la utilización de la capacidad productiva se mantendría prácticamente sin cambios.
- **Confianza del consumidor de diciembre, medida por el Conference Board (23-dic).** La confianza del consumidor medida por el Conference Board en diciembre debería mostrar una mejora marginal (el consenso espera una lectura de 91,0 puntos, desde los 88,7 anteriores), apoyada en la estabilización del mercado laboral y en la percepción de que las presiones inflacionistas continúan cediendo. No obstante, el avance previsiblemente será contenido, ya que la creación de empleo sigue concentrada en pocos sectores y persisten dudas sobre la evolución futura de los ingresos reales. En este contexto, el indicador reforzaría la idea de un consumidor todavía prudente, capaz de sostener el gasto, pero lejos de un escenario de clara recuperación del ánimo.
- **Solicitudes semanales de subsidios por desempleo (24-dic).** Las solicitudes semanales de subsidios por desempleo deberían mantenerse en niveles contenidos, en línea con un mercado laboral que continúa ajustándose de forma gradual y sin señales de tensiones abruptas. Tras los efectos distorsionadores de semanas anteriores, asociados en parte al cierre del Gobierno y a factores estacionales, el dato previsiblemente se estabilizará en torno a los niveles recientes de 224.000 peticiones, confirmando que los despidos siguen siendo limitados. En conjunto, el indicador refuerza la narrativa de un enfriamiento ordenado del mercado laboral, coherente con una desaceleración gradual de la economía y no con un deterioro brusco del empleo.

Mercados

En conjunto, el comportamiento de los mercados en los últimos días refuerza nuestra visión constructiva y justifica mantener una exposición elevada a activos de riesgo en cartera. El escenario macroeconómico sigue evolucionando en una dirección favorable: el crecimiento se modera, pero sin señales de ruptura, mientras que la inflación continúa cediendo, ampliando el margen de actuación de los bancos centrales.

Este equilibrio —crecimiento suficiente y presiones inflacionistas a la baja— sigue siendo el entorno más propicio para la renta variable, incluso en un contexto de mayor dispersión sectorial y geográfica.

Es cierto que persisten focos de incertidumbre, desde la elevada concentración de mercado hasta las dudas sobre la rentabilidad de determinados tramos del ciclo de inversión en inteligencia artificial o los riesgos geopolíticos latentes. Sin embargo, estos elementos no han alterado el telón de fondo ni han provocado un endurecimiento significativo de las condiciones financieras. Al contrario, la combinación de tipos de interés con sesgo a la baja, volatilidad contenida y resultados empresariales que, en agregado, siguen batiendo expectativas, continúa apoyando la toma de riesgo.

De cara a los próximos días, conviene además subrayar la práctica ausencia de catalizadores macroeconómicos relevantes, un factor que desplaza el foco del mercado desde los fundamentales hacia la psicología inversora y los elementos técnicos. En este contexto, el encadenamiento de dos sesiones consecutivas de avances ha reactivado la expectativa del tradicional rally de Santa Claus, un fenómeno que, como suele ocurrir, se sostiene más en la creencia compartida que en nuevas informaciones económicas. Mientras no aparezcan sorpresas negativas, la falta de referencias puede favorecer la inercia alcista, reforzada por el deseo de cerrar el año en positivo. Este componente psicológico no elimina los riesgos, pero sí puede actuar como soporte táctico para los activos de riesgo en el corto plazo.

En este contexto, mantenemos la sobreponderación en activos de riesgo, con una aproximación disciplinada y diversificada. Mientras el escenario base siga siendo el de una desaceleración ordenada y no el de un giro abrupto del ciclo, consideramos que el binomio rentabilidad-riesgo continúa siendo atractivo para mantener una posición constructiva en los mercados.

Por último, queremos aprovechar estas líneas para desear a nuestros lectores unas felices fiestas. Confiamos en que la Navidad sea un tiempo de descanso y reflexión, y que 2026 llegue acompañado de salud, estabilidad y prosperidad.

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 conlleven 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.