

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 2 al 6 de marzo de 2026

Madrid, 2 de marzo de 2026



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
EUROPA	MSCI Europe	211,7	0,13%	0,57%	3,92%	7,11%
	EUROSTOXX 50	6.138,4	-0,38%	0,12%	3,20%	5,99%
	UK	10.910,6	0,59%	2,09%	6,72%	9,86%
	ALEMANIA	25.284,3	-0,02%	0,09%	3,04%	3,24%
	FRANCIA	8.580,8	-0,47%	0,77%	5,59%	5,29%
	ESPAÑA	18.360,8	-0,73%	0,96%	2,68%	6,08%
	ITALIA	47.209,9	-0,46%	1,59%	3,70%	5,04%
USA	S&P 500	6.878,9	-0,43%	-0,44%	-0,87%	0,49%
	S&P 100	3.347,4	-0,59%	-0,85%	-2,61%	-2,48%
	NASDAQ	22.668,2	-0,92%	-0,95%	-3,38%	-2,47%
	DOW JONES	48.977,9	-1,05%	-1,31%	0,17%	1,90%
JAPÓN	NIKKEI	58.850,3	0,16%	3,56%	10,37%	16,91%
EMERGENTES (*)	GLOBAL	740,6	-0,26%	1,25%	3,22%	7,65%
	EUROPA	65,0	-0,43%	1,03%	0,39%	8,08%
	ASIA	667,4	-0,85%	3,84%	7,62%	18,48%
	LATAM	2.738,9	-0,96%	-1,08%	4,19%	18,64%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.556,8	-0,20%	0,04%	0,64%	2,85%

MATERIAS PRIMAS						
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año
Petróleo	72,5	2,45%	1,00%	2,53%	19,11%	-0,07%
Oro	5278,9	1,81%	3,36%	7,86%	22,22%	81,01%
Metales	226,0	-0,29%	6,07%	12,15%	27,79%	80,07%

TIPOS DE INTERÉS					
		USA	España	Alemania	UK
3 Meses	3,66	1,95	1,94	3,66	0,79
1 Año	3,47	2,04	1,97	3,54	1,03
3 Años	3,38	2,23	2,07	3,53	1,38
5 Años	3,50	2,49	2,24	3,68	1,59
10 Años	3,94	3,06	2,64	4,23	2,12
30 Años	4,61	3,91	3,31	5,04	3,35

BONOS						
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año
Monetario	155,8	0,01%	0,04%	0,16%	0,33%	2,14%
Crédito	250,1	0,06%	0,17%	0,55%	1,35%	3,42%
Gobiernos	731,6	0,22%	0,54%	1,43%	2,13%	2,37%
RF Emergente	1308,7	-0,23%	-0,24%	1,38%	1,21%	1,51%
High Yield	396,6	-0,06%	-0,01%	0,30%	0,99%	4,55%

DIVISAS						
		Valor	Día	Semana	Mes	Año
Eur/Dólar	1,18	0,13%	0,24%	-0,33%	0,56%	12,66%
Eur/Yen	184,36	0,09%	0,92%	0,51%	0,19%	17,93%
Eur/Libra	0,88	0,17%	0,26%	1,18%	0,54%	5,95%

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre 27-feb.-26

Resumen Semanal

Los mercados atraviesan una fase dominada más por narrativas que por datos. En ausencia de grandes sorpresas macroeconómicas, la volatilidad reciente ha estado impulsada por el temor a una disrupción acelerada derivada de la inteligencia artificial y por el repunte de los riesgos geopolíticos, especialmente en Oriente Medio. El resultado es un entorno errático, donde los movimientos de precios responden más a escenarios extremos que a la evidencia disponible.

En el frente tecnológico, ha ganado tracción la idea de que una rápida mejora de la productividad impulsada por la IA podría desembocar en una especie de “crecimiento fantasma”: un PIB que aumenta mientras el empleo y el consumo colapsan. Sin embargo, desde un punto de vista macroeconómico, este planteamiento presenta inconsistencias

fundamentales. Las identidades básicas de la contabilidad nacional obligan a que la producción tenga su reflejo en alguna combinación de consumo, inversión o gasto público. Si el empleo y las rentas laborales se redujeran bruscamente, el ajuste tendría que producirse vía mayores beneficios empresariales, mayor inversión o una respuesta fiscal redistributiva. Un escenario de producción que no se traduce en ingresos o gasto simplemente no es coherente con las restricciones contables del sistema.

Eso no implica que no pueda haber tensiones. La historia económica muestra que los procesos de adopción tecnológica son graduales y no lineales. La difusión suele seguir una curva en “S”: una fase inicial lenta, un tramo de aceleración y, finalmente, maduración. Los datos disponibles sugieren que todavía estamos en la parte inicial de ese proceso. Aunque más de la mitad de los encuestados declara utilizar herramientas de IA generativa y alrededor del 40% lo hace en el ámbito laboral, las ganancias de productividad reportadas son modestas, en torno al 2% del tiempo de trabajo. Estas cifras son coherentes con el comportamiento reciente de la productividad agregada y distan mucho de justificar un salto inmediato hacia un escenario de automatización masiva.

El mercado laboral estadounidense, clave para evaluar cualquier hipótesis disruptiva, tampoco muestra por ahora señales de deterioro estructural. Es cierto que sectores como el desarrollo de software han registrado descensos en nóminas y vacantes, pero la tendencia comenzó antes de la eclosión de la IA generativa y sigue siendo menos intensa que en episodios históricos como el ajuste tras la burbuja tecnológica de principios de los 2000. Para febrero se anticipa una creación moderada de puestos de trabajo, con una tasa de paro estabilizada en torno al 4,3%, en un contexto donde la desaceleración de las nóminas responde más a restricciones de oferta laboral que a un colapso de la demanda.

En paralelo, el frente comercial ofrece más ruido que impacto inmediato. La entrada en vigor de nuevos aranceles bajo la Sección 122 en Estados Unidos, finalmente fijados en el 10% y no en el 15% que se había sugerido, no altera de forma sustancial el tipo efectivo agregado. De hecho, tras la anulación de medidas anteriores, algunos países —incluida China— enfrentan una carga arancelaria ligeramente inferior a la previa. No obstante, la incertidumbre sobre la evolución futura del régimen comercial sigue elevada, especialmente ante la posibilidad de ajustes adicionales en el marco de la Sección 301 y la proximidad de reuniones bilaterales de alto nivel. A corto plazo, el comercio mundial ha mostrado una resiliencia notable y no se aprecia una disrupción inminente.

Donde el riesgo sí parece más asimétrico es en el mercado energético. El crudo Brent acumula un avance significativo en lo que va de año, impulsado por la creciente tensión entre Estados Unidos e Irán. A diferencia de otros episodios recientes de inestabilidad en Oriente Medio, la

capacidad ociosa global es hoy más reducida y la demanda cíclica se mantiene sólida. Esto limita el colchón ante eventuales interrupciones de suministro y sesga los riesgos de precio al alza. En un entorno donde la inflación general se ha moderado pero no ha desaparecido, un nuevo shock energético complicaría la trayectoria de los bancos centrales.

En Japón, la política monetaria vuelve a situarse en el centro del debate tras el nombramiento de perfiles favorables a una orientación más acomodaticia en el consejo del banco central. Aunque el mensaje político apunta a tipos bajos y respaldo fiscal, la reacción del mercado de divisas —con depreciación del yen— actúa como elemento disciplinador. Además, el banco central mantiene un equilibrio interno que podría permitir una subida de tipos en abril si las presiones salariales, en el marco de las negociaciones anuales, confirman incrementos cercanos al 6%.

China, por su parte, afronta su Asamblea Nacional Popular con expectativas de una rebaja del objetivo de crecimiento hacia un rango del 4,5%-5%, frente al entorno del 5% del año anterior. Este ajuste reflejaría un reconocimiento pragmático de los retos estructurales y de los vientos externos en contra. Se prevé que el déficit fiscal se mantenga en torno al 4% del PIB, mientras que la política monetaria podría aportar cierto estímulo adicional mediante recortes moderados de tipos y del coeficiente de reservas. Los datos recientes de actividad e inflación, más débiles de lo esperado, refuerzan la probabilidad de un sesgo acomodaticio.

En definitiva, el entorno no está exento de riesgos, pero tampoco justifica escenarios apocalípticos. La IA probablemente transformará sectores y modelos de negocio, pero su difusión plena llevará tiempo y exigirá reasignaciones de capital y trabajo. Los mercados, sin embargo, tienden a anticipar tanto las utopías como las distopías con excesiva premura. En este contexto, conviene separar el ruido narrativo de la evidencia empírica y mantener una lectura fría de los datos.

Renta Variable

La semana ha vuelto a estar dominada por una combinación incómoda de disrupción tecnológica, dudas sobre el ciclo de crédito y repunte de la incertidumbre macro y geopolítica. El resultado ha sido un comportamiento divergente entre regiones y una rotación sectorial clara hacia segmentos defensivos y menos expuestos a la narrativa de la inteligencia artificial.

En Estados Unidos, febrero ha terminado con tono frío para el S&P 500. El índice se ha quedado rezagado tanto en el cómputo semanal como el conjunto del mes y en el acumulado

del año frente a otras grandes referencias internacionales. La clave ha sido, una vez más, la elevada concentración en las grandes tecnológicas. Mientras tanto, el S&P 500 equiponderado ha vuelto a mostrar un mejor desempeño y cerró marcando nuevos máximos históricos en la sesión del viernes, lo que evidencia que el problema no es el mercado en su conjunto, sino el núcleo de gigantes tecnológicos vinculados al ciclo de inversión en IA.

El primer catalizador de la semana fue un informe de Citrini Research, que planteaba un escenario de “crisis de inteligencia global”, en el que las ganancias de productividad derivadas de la IA generarían una disrupción masiva en sectores como pagos, software, servicios financieros o distribución. Más allá de su carácter especulativo, el informe actuó como detonante psicológico en un mercado especialmente sensible a cualquier narrativa que refuerce los temores de disrupción de la inteligencia artificial.

A ello se sumaron los anuncios de Anthropic y la percepción de que determinados modelos avanzados podrían automatizar funciones clave en análisis financiero, servicios legales o desarrollo de software. El efecto fue inmediato en compañías de ciberseguridad, IBM y, en general, en el ecosistema tecnológico más expuesto a la automatización.

El segundo gran foco fue Nvidia. Sus resultados volvieron a ser objetivamente sólidos, con sorpresas positivas tanto en ingresos como en márgenes —un margen bruto superior al 75%—, y con mensajes tranquilizadores sobre suministro y demanda estructural. Sin embargo, el mercado ya no está dispuesto a pagar cualquier precio por el crecimiento. Persisten las dudas sobre si el actual ciclo de inversión masiva en centros de datos es sostenible más allá de los próximos ejercicios y si los grandes acuerdos bilaterales entre hiperescaladores y fabricantes pueden estar adelantando demanda futura. El hecho de que, pese a resultados excelentes, la reacción bursátil fuese claramente bajista, confirma que la narrativa ha cambiado: ya no basta con batir expectativas, hay que disipar el riesgo estructural.

En paralelo, el sector financiero estadounidense sufrió un castigo significativo. El índice KBW de bancos registró su peor sesión desde las turbulencias comerciales del pasado mes de abril, con caídas generalizadas en bancos, gestoras y proveedores de pagos. A los temores por la automatización, se han añadido señales de tensión en el crédito privado. El ensanchamiento de diferenciales en crédito grado de inversión y episodios de estrés en fondos de deuda privada, junto con la suspensión de reembolsos en algunos vehículos, han reactivado el discurso sobre riesgos latentes en el mundo del crédito. La advertencia de que hasta 150.000 millones de dólares en préstamos apalancados están en sectores potencialmente amenazados por la IA añade un elemento de contagio sistémico que el mercado no está ignorando.

El tercer vector ha sido macro. La inflación mayorista estadounidense sorprendió al alza en enero, con una tasa interanual del 2,9% y una subyacente repuntando al 3,6%, desmarcándose del IPC reciente. Este dato reintroduce el riesgo de transmisión a precios finales y complica el escenario de desinflación ordenada. En combinación con encuestas manufactureras que apuntan a resiliencia y un mercado laboral que podría seguir tensionado, reaparece el fantasma de un entorno moderadamente estanflacionista. No es ni mucho menos el escenario central, pero sí ha sido lo suficientemente plausible como para limitar el apetito por activos de riesgo en los últimos días.

A todo ello se suma la incertidumbre comercial. La decisión del Tribunal Supremo de EE.UU. de anular determinados aranceles bajo el paraguas IEEPA reabre el frente negociador con China y la Unión Europea, debilitando la posición de Washington de cara a la cumbre prevista con Xi. Aunque la Administración ha activado la Sección 122 con aranceles del 10% —con posibilidad de elevarlos al 15%—, el régimen resultante es transitorio y genera dudas sobre su reemplazo estructural. Este contexto ha pesado especialmente en compañías industriales y exportadoras.

Frente a este entorno, Europa ha mostrado una mayor resistencia relativa y los principales índices europeos mantienen avances sólidos en el año, con el Ibex, el FTSE MIB o el Stoxx 600 superando claramente al S&P 500. La razón es doble: menor peso estructural de tecnología y mayor exposición a sectores “value” y energía. De hecho, la evolución sectorial semanal del Euro Stoxx muestra buen comportamiento en bancos, energía y utilities, mientras tecnología y consumo discrecional han quedado más rezagados. En EE.UU., la fotografía sectorial es aún más clara: eléctricas, consumo básico y salud lideran, mientras tecnología y financieros figuran entre los peores desempeños semanales. Es una rotación clásica hacia defensivos en un contexto de mayor aversión al riesgo.

Mientras, la bolsa de Japón y, en general, los emergentes asiáticos, siguen mostrando un envidiable desempeño relativo. Su exposición al ciclo de semiconductores y vientos de cola políticos en Japón, avalan su excelente trayectoria bursátil.

En suma, aunque la volatilidad implícita se mantiene contenida, el posicionamiento es claramente más selectivo y defensivo. En las últimas horas, el brusco deterioro del frente geopolítico introduce un factor de inestabilidad que los mercados no estaban descontando plenamente y que puede alterar de forma significativa el escenario central para 2026. Un conflicto abierto entre EE.UU., Israel e Irán no solo eleva el riesgo de interrupciones energéticas y repunte inflacionista, sino que también tensiona el crédito, penaliza los activos de riesgo y refuerza los movimientos defensivos hacia deuda soberana, dólar y oro. Conviene subrayar que estamos ante una situación extremadamente fluida, con información que

cambia minuto a minuto y con capacidad para modificar radicalmente las expectativas de mercado en cuestión de horas. En este entorno, la gestión del riesgo y la disciplina en el posicionamiento pasan a ser prioritarias frente a cualquier convicción táctica.

Renta Fija

La renta fija ha vuelto a actuar como refugio en una semana marcada por el incremento de la aversión al riesgo, por las dudas en torno a la sostenibilidad del ciclo de inversión en IA y el tensionamiento incipiente en crédito privado, con descensos generalizados en las rentabilidades soberanas tanto en EE.UU. como en Alemania.

En Estados Unidos, la TIR del Treasury a 10 años ha retrocedido desde el 4,08% al 3,94%, mientras que el tramo corto (2 años) ha descendido desde el 3,48% al 3,37%. La caída ha sido, por tanto, algo más intensa en el largo plazo, favoreciendo un ligero aplanamiento de la curva.

En Alemania, el movimiento ha sido similar. El Bund a 10 años ha pasado del 2,74% al 2,64%, mientras que el 2 años ha descendido del 2,05% al 2,00%. La caída de rentabilidades en el tramo largo ha sido algo más acusada que en el corto, replicando el patrón estadounidense.

Las primas de riesgo periféricas, sin embargo, han mostrado un ligero deterioro. El diferencial español frente a Alemania ha repuntado marginalmente del 0,41% al 0,42%; Italia ha pasado del 0,60% al 0,63%; y Francia del 0,56% al 0,57%. No se trata de movimientos desordenados, pero sí indican que, en fases de estrés, el mercado vuelve a discriminar.

En suma, los precios de los bonos soberanos europeos han vuelto a tener una semana favorable y han repuntado en el entorno del medio punto porcentual. En crédito, el tono ha sido más mixto. El segmento de grado de inversión ha mantenido rentabilidades positivas en la semana, mientras que high yield ha mostrado mayor vulnerabilidad. El ensanchamiento reciente de los diferenciales en EE.UU., especialmente en segmentos ligados a financiación privada y préstamos apalancados, empieza a trasladarse gradualmente al conjunto del mercado.

El escenario a corto plazo dependerá de dos variables críticas: la evolución del conflicto en Oriente Medio y la lectura que ofrezcan los próximos datos macro en EE.UU., especialmente empleo e ISM. Si el deterioro geopolítico se consolida, la duración seguirá respaldada; si el shock deriva en presión inflacionista persistente, la volatilidad en tipos volverá con rapidez.

Materias primas

En materias primas, la semana ha estado marcada por un tono constructivo en el conjunto del complejo, con avances tanto en energía como en metales y en activos refugio. El petróleo ha recuperado tracción, con el barril situándose en el entorno de los 72,5 dólares y acumulando un avance semanal del 1%, por las crecientes tensiones geopolíticas. La retirada de efectivos diplomáticos estadounidenses de Israel en la jornada del viernes hacía temer el ataque a Irán, que se confirmó en la jornada del sábado.

El oro, por su parte, mantiene un comportamiento muy sólido. Cotiza en torno a 5.279 dólares, con una subida semanal superior al 3%. El metal precioso sigue beneficiándose de tres vectores estructurales: compras sostenidas de bancos centrales, diversificación frente a activos en dólares y cobertura frente a riesgos macroeconómicos, financieros y geopolíticos. El reciente descenso en las rentabilidades de la deuda estadounidense ha reforzado además su atractivo relativo.

En el bloque de metales industriales, la semana ha sido muy alcista, con una ganancia superior al 6%. El trasfondo continúa siendo estructuralmente alcista, apoyado en expectativas de inversión en infraestructuras, electrificación y transición energética.

Divisas

En divisas, la semana ha estado marcada por la fortaleza del euro, que se ha revalorizado frente a sus principales pares. En contraste, el yen ha sido la divisa más débil de la semana, lastrada por el nombramiento de perfiles favorables a una orientación política más laxa en el consejo del Banco de Japón.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

La semana macro en Europa ofreció un balance mixto, combinando señales de mejora incipiente en algunos indicadores adelantados con datos de actividad real todavía frágiles y un frente de precios que continuó mostrando rigideces en los componentes subyacentes.

En el ámbito de los indicadores adelantados, el Ifo alemán de febrero sorprendió positivamente al repuntar hasta los 88,6 puntos desde los 87,6 anteriores, ligeramente por encima de lo previsto. Mejoraron tanto el componente de situación actual como el de expectativas, aunque ambos se mantuvieron claramente por debajo de su media histórica, lo que sugiere que la mejora es todavía incipiente y no puede interpretarse como un cambio de ciclo consolidado.

En contraste, el índice de confianza económica de la Comisión Europea volvió a deteriorarse en febrero, descendiendo hasta los 98,3 puntos desde los 99,3 de enero, frente a unas expectativas que apuntaban a una leve recuperación. El retroceso fue generalizado, afectando a manufacturas, servicios y consumidores, lo que evidenció que el tejido empresarial y los hogares siguen percibiendo un entorno incierto. En la misma línea, la confianza del consumidor en Alemania, medida por el índice GfK, cayó en marzo hasta los -24,7 puntos desde los -24,2 previos, también por debajo de lo esperado, confirmando la persistencia de un tono prudente en el gasto privado.

En el frente monetario y financiero, la oferta monetaria M3 en la eurozona mostró un comportamiento algo más dinámico de lo previsto, creciendo un 3,3% interanual en enero frente al 2,9% estimado y acelerándose desde el 2,8% de diciembre. No obstante, el detalle del crédito ofreció una lectura más matizada: los préstamos a hogares mantuvieron un crecimiento estable del 3,0% interanual, mientras que el crédito a empresas se moderó al 2,8% desde el 3,0%, reflejando una demanda corporativa algo más contenida y todavía sensible al nivel de tipos.

En cuanto a la actividad real, el PIB alemán confirmó una recuperación moderada en el cuarto trimestre, con un crecimiento del 0,3% trimestral. La demanda interna fue el principal soporte: el consumo de los hogares avanzó un 0,5%, el gasto público aumentó un 1,1% y la inversión repuntó con mayor intensidad. Sin embargo, el sector exterior volvió a restar crecimiento, evidenciando que la debilidad del comercio internacional y la pérdida de dinamismo manufacturero siguen siendo un lastre estructural para la economía alemana.

En el ámbito de precios, las lecturas preliminares de inflación de febrero ofrecieron un mensaje menos benigno de lo esperado. En Francia, el IPC repuntó al 1,1% interanual desde el 0,4%, por encima del consenso, reflejando un menor efecto desinflacionista de la energía. En España, la inflación avanzó hasta el 2,5% interanual desde el 2,4%, frente a una previsión de moderación, y la subyacente se aceleró hasta el 2,7%, lo que confirmó un nivel de precios persistentemente superior al de otras grandes economías de la región. Alemania, por su parte, registró una ligera desaceleración del índice armonizado al 2,0%, aunque la subyacente se mantuvo en torno al 2,5%.

Por último, la lectura final del IPC de enero en la eurozona confirmó que el proceso de desinflación siguió su curso, con la tasa general moderándose al 1,7% interanual desde el 2,0%, impulsada en gran medida por la caída de los precios energéticos. Sin embargo, la inflación subyacente permaneció en el 2,2% y la de servicios en el 3,2%, niveles que, aunque algo más contenidos, continuaron siendo relativamente elevados.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

La agenda macroeconómica estadounidense ofreció la semana pasada un conjunto de señales heterogéneas, con indicadores adelantados que apuntaron a una mejora del impulso industrial y de la confianza del consumidor, mientras que algunos datos de actividad real reflejaron una desaceleración más visible en sectores sensibles al ciclo, como la vivienda y la inversión manufacturera. En paralelo, el frente de precios volvió a situarse en el centro del debate, tras un repunte superior al esperado en los costes mayoristas.

En primer lugar, los indicadores adelantados del sector manufacturero mostraron una imagen mayoritariamente constructiva. El índice manufacturero de Chicago sorprendió con fuerza al repuntar hasta los 57,7 puntos desde los 54,0 anteriores, muy por encima de los 52,1 esperados, confirmando una aceleración del ritmo de expansión. En la misma línea, el índice manufacturero de la Fed de Kansas City avanzó desde 0 hasta 5 puntos, claramente por encima de lo previsto, apuntando a una expansión moderada en la región. Asimismo, la encuesta de la Fed de Dallas mejoró hasta los 0,2 puntos desde los -1,2 previos, regresando a terreno ligeramente expansivo y alcanzando su mejor nivel desde julio.

En contraste, la encuesta manufacturera de la Fed de Richmond volvió a señalar debilidad, al descender hasta -10 puntos desde -6, situándose por debajo de lo esperado y reflejando un comportamiento más frágil en la región del Atlántico medio. Con todo, el balance regional fue en conjunto compatible con un sector manufacturero nacional que mantiene sesgo expansivo, aunque con divergencias territoriales.

Más allá del ámbito manufacturero, el índice de actividad nacional de la Fed de Chicago repuntó con claridad en enero hasta 0,18 puntos desde -0,21 en diciembre, situándose ligeramente por encima de su tendencia histórica. La mejora fue amplia, con 57 de los 85 componentes mostrando avances, lo que sugiere un arranque de año con impulso económico más sólido de lo que reflejaban algunos indicadores de finales de 2025. Por otra parte, la confianza del consumidor del Conference Board también sorprendió al alza, con el índice general subiendo hasta los 91,2 puntos desde los 89,0 de enero. El repunte estuvo liderado por

el componente de expectativas, que avanzó con fuerza hasta los 72,0 puntos desde los 67,2 anteriores, señal de que los hogares percibieron un entorno algo más favorable en términos de empleo, ingresos e inflación.

En cuanto a la actividad real, los datos ofrecieron un tono más mixto. Las solicitudes iniciales de desempleo aumentaron ligeramente hasta las 212.000 peticiones, manteniéndose en niveles bajos y coherentes con un mercado laboral sólido. Sin embargo, el sector residencial mostró señales claras de enfriamiento: el índice de precios de la vivienda de la FHFA registró en diciembre un aumento mensual de apenas el 0,1%, muy por debajo del rango previsto por los analistas, y el crecimiento interanual se situó en el 1,8%, apuntando a una pérdida de tracción en el mercado inmobiliario. Por su parte, los pedidos de fábrica del mes de diciembre cayeron un -0,7%, en línea con las previsiones, lo que confirmó una cierta debilidad en la inversión manufacturera al cierre del ejercicio.

Finalmente, el frente de precios volvió a ganar protagonismo. El índice de precios de producción de enero sorprendió al alza, con un avance mensual del 0,5% frente al 0,3% esperado, mientras que la tasa subyacente se disparó un 0,8%. En términos interanuales, la inflación mayorista general se situó en el 2,9% y la subyacente en el 3,6%, ambas por encima de las previsiones. El repunte estuvo impulsado principalmente por los servicios, donde se observó una fuerte recuperación de márgenes en comercio mayorista y minorista, en parte asociada al traslado de mayores costes vinculados a aranceles.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

La inflación en Tokio se situó en el 1,6% interanual en febrero, dos décimas por encima de lo esperado. El IPC subyacente, por su parte, pasó del 2,4% al 2,5% interanual, superando también los pronósticos de los expertos. También en Japón, las ventas minoristas de enero sorprendieron con un fuerte repunte del 4,1%, muy por encima del 1,5% que había previsto el consenso. Sin embargo, la producción industrial repuntó un 2,2% mensual en enero, recuperándose de la leve caída de diciembre, aunque el dato quedó por debajo del 5,5% que había previsto el mercado.

Catalizadores Semanales

La semana que comienza estará condicionada por la escalada abierta del conflicto entre EE.UU., Israel e Irán, tras los ataques coordinados que han eliminado a la cúpula del régimen iraní y desencadenado una oleada de represalias en toda la región. El foco inmediato estará en la evolución militar sobre el terreno y, especialmente, en el estrecho de Ormuz, donde la mera alteración del tránsito marítimo podría tensionar con rapidez los mercados energéticos y reavivar las expectativas de inflación global. En paralelo, la agenda macro mantiene citas clave: en Estados Unidos se publicarán el ISM manufacturero y el informe oficial de empleo, determinantes para evaluar la resiliencia del ciclo en un contexto de mayor riesgo externo; en la eurozona se conocerá la inflación de febrero en la eurozona. La interacción entre shock geopolítico y datos de actividad e inflación marcará el tono de los mercados en los próximos días.

En España:

- **PMI manufacturero de febrero (2-mar).** Para febrero se espera que el PMI manufacturero de España repunte hasta el entorno de los 50 puntos desde los 49,2 de enero. La mejora prevista apunta más a una estabilización que a un verdadero cambio de ciclo, en un contexto en el que la demanda interna sigue mostrando cierta resiliencia pero el entorno externo continúa siendo frágil. Si el índice confirma ese avance, la clave estará en el detalle de los componentes, en particular en los nuevos pedidos y la producción, para evaluar si la industria española está iniciando una recuperación sostenida.
- **Desempleo del mes de febrero (3-mar).** Cabe esperar una evolución relativamente estable del desempleo en España en febrero, con una ligera reducción del paro registrado o, en su defecto, una variación muy contenida, coherente con el patrón estacional habitual tras el ajuste de enero. El mercado laboral continúa apoyado en la fortaleza del sector servicios, especialmente en actividades vinculadas a turismo, mientras que la debilidad industrial no ha mostrado hasta ahora un impacto significativo en términos de destrucción de empleo. En conjunto, el tono debería seguir siendo de resiliencia, con tasas interanuales todavía favorables, aunque con un ritmo de mejora algo más moderado que el observado el año pasado.
- **PMI de servicios y compuesto del mes de febrero (4-mar).** El consenso del mercado espera que el PMI de servicios en España se modere ligeramente hasta los 52,8 puntos

desde los 53,5 anteriores, lo que implicaría una desaceleración suave pero manteniéndose con claridad en zona expansiva. El ajuste previsto no apunta a un deterioro estructural, sino más bien a una normalización tras varios meses de dinamismo elevado en actividades vinculadas a turismo, ocio y servicios empresariales. En paralelo, el PMI compuesto descendería levemente hasta los 52,5 puntos, desde los 52,9, reflejando el equilibrio entre una industria que apenas estaría saliendo de la contracción y unos servicios que siguen actuando como principal soporte del crecimiento.

- **Producción industrial del mes de enero (5-mar).** Para enero se espera que la producción industrial en España rebote un 0,5% mensual tras la fuerte caída del -2,5% registrada en diciembre, lo que apuntaría más a un ajuste técnico que a un cambio de tendencia claro. En términos interanuales, el crecimiento se situaría en torno al 1,1%, volviendo a terreno positivo tras la lectura negativa previa. El posible repunte estaría apoyado en una mejora puntual en algunos segmentos de bienes intermedios y de equipo, aunque el entorno exterior sigue siendo exigente.
- **Índice de precios de la vivienda del cuarto trimestre de 2025 (6-mar).** Tras el intenso crecimiento registrado en el tercer trimestre, cuando los precios de la vivienda avanzaron un 12,8% interanual —el mayor ritmo desde 2007—, lo más probable para el cuarto trimestre es una ligera moderación, aunque manteniéndose en tasas muy elevadas. El mercado continúa respaldado por la escasez de oferta, la solidez de la demanda, especialmente en vivienda usada, y una mejora del poder adquisitivo real.

En Europa:

- **IPC preliminar del mes de febrero en la eurozona (3-mar).** Para febrero se espera que la inflación de la eurozona se mantenga en el 1,7% interanual, claramente por debajo del objetivo del 2% del BCE, mientras que la tasa subyacente podría moderarse ligeramente hasta el 2,1% desde el 2,2% del mes de enero. El foco no estará tanto en la cifra general, ya estabilizada en niveles bajos, como en la evolución del núcleo y especialmente de los servicios, para evaluar si la desinflación gana tracción o si persisten rigideces internas. Un descenso adicional de la subyacente aumentaría la presión sobre el BCE para reconsiderar su actual pausa en los tipos, mientras que una lectura estable reforzaría la estrategia de esperar y observar en un entorno donde el riesgo dominante ya no es el repunte inflacionista, sino una desaceleración más acusada de los precios.
- **Ventas minoristas del mes de enero en la eurozona (5-mar).** Los analistas esperan

que las ventas minoristas de la eurozona repunten un 0,3% mensual en enero, tras la caída del -0,5% registrada en diciembre. En términos interanuales, el crecimiento podría acelerarse hasta el 1,7% desde el 1,3%, reflejando el apoyo de la moderación de la inflación y la mejora gradual del poder adquisitivo real. No obstante, el repunte previsto debe interpretarse con cautela, ya que el consumo sigue condicionado por un entorno de confianza todavía frágil.

En EE.UU.:

- ISM manufacturero del mes de febrero (2-mar).** Para febrero, se espera que el ISM manufacturero modere su ritmo hasta los 51,5 puntos, desde la sólida lectura de 52,6 puntos de enero, manteniéndose aún en zona expansiva pero señalando una desaceleración tras el fuerte arranque del año. La mayoría de encuestas regionales de la Fed apuntaron a un enfriamiento en nuevos pedidos, producción y demanda de empleo, lo que probablemente pesará sobre el índice general, aunque factores como el aumento de inventarios y la normalización en los plazos de entrega podrían ofrecer cierto soporte. En conjunto, el dato sería coherente con una industria que sigue creciendo, pero a un ritmo más moderado, en un contexto donde el mercado tratará de discernir si la pérdida de impulso es transitoria —vinculada a factores climáticos— o refleja una desaceleración más estructural del ciclo manufacturero.
- ISM no manufacturero del mes de febrero (4-mar).** Para el ISM no manufacturero de febrero, el consenso apunta a una ligera moderación hasta el entorno de 53,5 puntos desde los 53,8 anteriores, lo que implicaría que el sector servicios seguiría expandiéndose, aunque a un ritmo algo más suave tras la fortaleza de enero. Las encuestas regionales y algunos indicadores de alta frecuencia sugieren cierta pérdida de impulso en demanda y empleo, probablemente influida por el episodio de frío intenso que afectó a actividad presencial en parte del mes. No obstante, el nivel absoluto seguiría siendo compatible con crecimiento sólido, y mientras el componente de nuevos pedidos se mantenga claramente por encima de 50 puntos, el mensaje macro seguirá siendo de resiliencia del sector dominante de la economía estadounidense. La atención estará especialmente en el subíndice de empleo y en el componente de precios pagados, clave para calibrar presiones inflacionistas en servicios.
- La Reserva Federal publica su “Libro Beige” (4-mar).** Lo esperable es un diagnóstico de crecimiento moderado y desigual entre distritos, con actividad que sigue expandiéndose pero sin aceleración clara. Probablemente aparecerán referencias a

cierta mejora en manufactura respecto a finales de 2025, estabilidad en consumo — aunque con sensibilidad a precios— y un mercado laboral que continúa ajustado, pero menos tensionado que en meses anteriores. Será especialmente importante el lenguaje sobre precios y márgenes: si los distritos reportan capacidad de trasladar costes — especialmente en servicios— reforzaría la idea de que las presiones inflacionistas no han desaparecido; si, por el contrario, predominan menciones a competencia intensa y moderación salarial, el mensaje sería más tranquilizador para la Fed.

- **Productividad y costes laborales del cuarto trimestre de 2025 (5-mar).** Para el cuarto trimestre de 2025 se espera una moderación en el crecimiento de la productividad tras el fuerte repunte observado en el tercer trimestre, con una tasa en el entorno del 1,7%-2,0% trimestral anualizado, frente al 4,9% previo. En paralelo, los costes laborales unitarios probablemente volverán a terreno positivo, con un avance cercano al 2,0%, tras la caída registrada en el trimestre anterior. Aun así, el balance del segundo semestre seguiría apuntando a una combinación relativamente favorable: crecimiento sólido de la productividad y costes laborales contenidos, lo que sugiere que el mercado laboral no está generando presiones inflacionistas significativas y ofrece cierto respaldo a la narrativa de que la inflación subyacente podría estabilizarse cerca del objetivo de la Fed.
- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (5-mar).** Se espera que las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo se mantengan en niveles compatibles con un mercado laboral estable, previsiblemente en el entorno de 215.000 peticiones semanales. Aunque podrían observarse ligeras oscilaciones por factores estacionales o meteorológicos, el nivel absoluto sigue siendo bajo en términos históricos y coherente con una tasa de paro próxima al 4,3%. Mientras las solicitudes no muestren una tendencia sostenida al alza, el mensaje seguirá siendo que el mercado laboral estadounidense permanece resiliente, con despidos contenidos pese a la moderación del ritmo de creación de empleo.
- **Ventas minoristas del mes de enero (6-mar).** Se espera una caída del -0,3% en las ventas minoristas del mes de enero, tras la estabilidad registrada en diciembre, reflejando el habitual retroceso posterior a la campaña navideña y el impacto adicional de las condiciones meteorológicas adversas en parte del país. El componente más volátil —automóviles y energía— probablemente explicará buena parte del descenso, mientras que el grupo de control, más relevante para el cálculo del PIB, podría mostrar un avance moderado, cercano al 0,3%, señal de que el consumo subyacente mantiene cierta resiliencia.

- **Informe de empleo del mes de febrero (6-mar).** Para el informe de empleo de febrero se anticipa una clara desaceleración en la creación de puestos de trabajo, con un aumento muy modesto de 60.000 nuevas nóminas, tras el sólido avance de enero. Buena parte de la debilidad prevista estaría vinculada a factores meteorológicos que afectaron a sectores sensibles como construcción y ocio, más que a un deterioro estructural de la demanda laboral. La tasa de desempleo probablemente se mantendría en el 4,3%, señal de estabilidad en el mercado de trabajo, mientras que el crecimiento salarial debería moderarse hacia tasas compatibles con una inflación más contenida. En conjunto, el informe podría reflejar un enfriamiento puntual del ritmo de contratación, pero no un cambio brusco en las condiciones laborales subyacentes.

Mercados

Los acontecimientos geopolíticos del fin de semana han elevado de forma significativa la incertidumbre y marcarán el tono del arranque de la semana en los mercados. La eliminación de la cúpula del régimen iraní y la extensión de los ataques a múltiples países de la región sitúan el conflicto en una dimensión distinta a la vivida en 2025, cuando las operaciones fueron más calibradas y rápidamente contenidas. Esta vez el alcance es mayor y la respuesta iraní también lo está siendo, lo que incrementa la probabilidad de escenarios de escalada.

Es cierto que, históricamente, los episodios geopolíticos tienden a generar reacciones intensas pero de duración limitada en los mercados financieros. La experiencia de las últimas décadas muestra que, salvo interrupciones prolongadas en el suministro energético o conflictos con implicación directa de grandes potencias en enfrentamientos sostenidos, el impacto macro suele diluirse con relativa rapidez. No obstante, el contexto actual exige cautela: la naturaleza de los objetivos, el riesgo de represalias sobre infraestructuras energéticas y la tensión en el estrecho de Ormuz elevan los riesgos respecto a episodios anteriores.

En el arranque de la semana cabe esperar un repunte de la prima de riesgo geopolítica: presión alcista sobre el crudo, búsqueda de refugio en oro y deuda soberana de mayor calidad, ampliación moderada de diferenciales de crédito y mayor volatilidad en renta variable, especialmente en sectores cíclicos y transporte. El comportamiento del petróleo será el termómetro clave. El canal de contagio más evidente hacia la economía global es claro: una interrupción en el estrecho de Ormuz —por donde transita una parte sustancial del comercio mundial de crudo— elevaría los precios del petróleo, trasladándose a mayores costes energéticos, presión sobre la inflación y menor crecimiento económico vía pérdida de renta disponible y confianza empresarial.

Nuestro escenario base contempla un conflicto relativamente corto, con episodios de tensión elevados pero sin cierre prolongado del estrecho ni daño estructural a grandes infraestructuras de producción. En ese marco, el petróleo podría experimentar un repunte significativo pero transitorio, con impacto macro limitado y concentrado en el corto plazo. La variable crítica no es el nivel máximo que alcance el crudo en los próximos días, sino el tiempo durante el cual se mantenga una eventual disrupción. Es la duración, más que la magnitud inicial, lo que determinaría si el shock se convierte en un problema macroeconómico relevante.

Bajo este escenario central no modificamos nuestro posicionamiento constructivo en activos de riesgo, ya que no prevemos un deterioro grave del ciclo económico global. Sin embargo, el entorno exige seguimiento estrecho y capacidad de reacción. Si la contención falla y la disrupción energética se prolonga, estaríamos ante un escenario distinto, con implicaciones más exigentes para crecimiento, inflación y política monetaria. Mantendremos, por tanto, una vigilancia constante para actuar con decisión si las circunstancias lo requieren.

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.