

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 23 al 27 de marzo de 2026

Madrid, 23 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	Ult. 12 mes.
EUROPA	MSCI Europe	191,4	-1,79%	-3,90%	-9,58%	-3,15%	2,91%
	EUROSTOXX 50	5.501,3	-2,00%	-3,77%	-10,38%	-5,01%	-0,11%
	UK	9.918,3	-1,44%	-3,34%	-9,09%	-0,13%	13,92%
	ALEMANIA	22.380,2	-2,01%	-4,55%	-11,49%	-8,62%	-3,90%
	FRANCIA	7.665,6	-1,82%	-3,11%	-10,66%	-5,94%	-6,19%
	ESPAÑA	16.714,0	-1,14%	-2,02%	-8,97%	-3,43%	24,66%
	ITALIA	42.840,9	-1,97%	-3,33%	-9,25%	-4,68%	7,88%
USA	S&P 500	6.506,5	-1,51%	-1,90%	-5,41%	-4,95%	14,65%
	S&P 100	3.181,8	-1,42%	-2,23%	-4,95%	-7,30%	15,99%
	NASDAQ	21.647,6	-2,01%	-2,07%	-4,50%	-6,86%	21,95%
	DOW JONES	45.577,5	-0,96%	-2,11%	-6,94%	-5,17%	8,61%
JAPÓN	NIKKEI	53.372,5	0,00%	-0,83%	-9,31%	6,03%	41,38%
EMERGENTES (*)	GLOBAL	693,8	-1,21%	-2,39%	-6,31%	0,85%	9,34%
	EUROPA	60,7	-0,32%	-0,13%	-6,63%	0,92%	18,47%
	ASIA	626,0	-0,76%	-0,86%	-6,20%	11,13%	30,72%
	LATAM	2.501,4	-2,62%	-2,53%	-8,67%	8,36%	26,50%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.244,1	-1,46%	-1,97%	-6,86%	-4,20%	14,65%

MATERIAS PRIMAS						
	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Petróleo	112,2	3,26%	8,77%	54,79%	84,37%	58,51%
Oro	4492,4	-3,39%	-10,50%	-14,90%	4,01%	47,40%
Metales	175,1	-3,52%	-10,87%	-22,55%	-1,03%	35,86%

TIPOS DE INTERÉS					
	USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses	3,70	2,13	2,06	3,97	0,86
1 Año	3,80	2,56	2,52	4,51	1,02
3 Años	3,92	2,90	2,69	4,55	1,42
5 Años	4,01	3,07	2,77	4,58	1,68
10 Años	4,38	3,58	3,04	4,99	2,28
30 Años	4,94	4,27	3,53	5,57	3,54

BONOS						
	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Monetario	155,7	-0,02%	-0,02%	-0,02%	0,32%	1,99%
Crédito	244,4	-0,35%	-0,48%	-2,26%	-0,95%	2,22%
Gobiernos	710,0	-0,61%	-0,52%	-2,95%	-0,88%	1,37%
RF Emergente	1285,2	-0,42%	-2,30%	-1,79%	-0,60%	3,55%
High Yield	387,7	-0,23%	-0,47%	-2,24%	-1,27%	2,89%

DIVISAS						
	Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes
Eur/Dólar	1,16	-0,15%	1,36%	-2,03%	-1,48%	6,14%
Eur/Yen	184,23	0,78%	1,03%	-0,07%	0,12%	13,63%
Eur/Libra	0.87	0.53%	0.48%	-1.03%	-0.50%	3.45%

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre 20-mar.-26

Resumen Semanal

El escenario macroeconómico global ha cambiado de forma apreciable en pocas semanas, impulsado por una variable que durante años había permanecido en segundo plano: la energía. La guerra en Oriente Medio y, en particular, la disrupción en el estrecho de Ormuz, han introducido un shock de oferta relevante que está condicionando tanto las expectativas de crecimiento como las de inflación, obligando a los bancos centrales a recalibrar su función de reacción en un entorno de elevada incertidumbre.

El elemento central es la naturaleza de la crisis. No se trata de una perturbación de demanda ni de un episodio financiero, sino de un estrangulamiento de una de las principales arterias del sistema energético global. El estrecho de Ormuz, por el que transita en torno a una quinta

parte del petróleo mundial, se ha convertido en un punto de presión geopolítica con capacidad de generar disrupciones sostenidas incluso con una intensidad militar limitada. Basta con que el riesgo percibido sea elevado para que los costes de transporte y aseguramiento se disparen, reduciendo de facto los flujos energéticos globales.

El resultado inmediato ha sido un repunte significativo del precio del crudo, con niveles por encima de los 110 dólares, acompañado de una curva de futuros que sigue apuntando a una cierta normalización a medio plazo. Este matiz es relevante: el mercado no está descontando un escenario de disrupción estructural, pero sí un periodo de tensión suficientemente prolongado como para tener implicaciones macroeconómicas en los próximos trimestres. Incluso en un escenario de estabilización, la normalización de los flujos podría no ser inmediata, lo que introduce cierta persistencia en las presiones inflacionistas.

De mantenerse este contexto, el equilibrio macro se vería tensionado en la dirección conocida: menor crecimiento y mayor inflación. No obstante, conviene matizar que, por ahora, el escenario sigue siendo de desaceleración, no de contracción. Europa aparece como la región más expuesta, tanto por su dependencia energética como por la sensibilidad de su tejido productivo a los costes de producción, lo que la sitúa en una posición más vulnerable ante crisis de esta naturaleza.

En paralelo, el encarecimiento de la energía tiene un impacto directo sobre los precios, pero el foco de los bancos centrales está en los posibles efectos de segunda ronda. El traslado de mayores costes a precios finales y su eventual impacto sobre salarios y expectativas es lo que puede complicar el proceso de desinflación y condicionar la política monetaria en los próximos meses.

En este contexto, la reacción de los bancos centrales está siendo coherente en dirección, aunque diferenciada en intensidad. La Reserva Federal mantiene una postura prudente, a la espera de mayor visibilidad sobre la duración del shock, pero con un sesgo orientado a preservar la estabilidad de precios. La prioridad sigue siendo evitar un repunte sostenido de la inflación, por lo que cualquier relajación de la política monetaria queda supeditada a una clara moderación de la misma. Esta prudencia refleja un equilibrio delicado entre el riesgo de endurecer en exceso en un entorno de desaceleración y el riesgo de perder credibilidad si la inflación se consolida en niveles elevados.

En Europa, la situación es más compleja. La combinación de menor crecimiento y mayor inflación obliga a una respuesta más contundente. Las revisiones al alza de las previsiones de inflación que presentó el BCE, junto con escenarios de riesgo claramente sesgados hacia niveles superiores, apuntan a la necesidad de endurecer la política monetaria en el corto plazo.

La zona euro ha pasado, en cuestión de semanas, de una posición relativamente cómoda a un entorno en el que el sesgo restrictivo se impone como medida preventiva frente a una crisis que amenaza con desanclar expectativas de inflación.

El Reino Unido se mueve en una posición intermedia, con un banco central más sensible al deterioro del mercado laboral, pero igualmente atento a la evolución de las expectativas de inflación. Japón, por su parte, enfrenta una dinámica distinta, donde la debilidad de la divisa amplifica el impacto del encarecimiento energético, favoreciendo una gradual normalización de su política monetaria.

Más allá de las diferencias regionales, el denominador común es claro: el ciclo global se enfrenta a una combinación incómoda de menor crecimiento, mayor inflación y condiciones financieras más restrictivas. Este entorno tiene implicaciones directas para los mercados. Por un lado, la revisión al alza de los tipos de interés reduce el atractivo relativo de los activos de riesgo, especialmente aquellos con valoraciones más exigentes y dependientes de flujos futuros lejanos. Por otro, la volatilidad asociada a la incertidumbre geopolítica y a la evolución de los precios energéticos introduce un componente adicional de inestabilidad.

En definitiva, el escenario actual es una manifestación de un cambio más profundo en la dinámica económica global. La energía vuelve a ocupar un lugar central en la ecuación macro, la inflación recupera protagonismo y los bancos centrales se ven forzados a priorizar la estabilidad de precios en un contexto más complejo. Para los mercados, esto implica navegar un entorno de menor visibilidad y mayor dispersión.

Renta Variable

La renta variable global vivió una semana dominada por un cambio de percepción más que por un deterioro de los fundamentales. El principal catalizador fue la consolidación del shock energético, que dejó de interpretarse como un evento transitorio para empezar a incorporarse como un factor persistente, obligando al mercado a reajustar expectativas tanto de crecimiento como de política monetaria.

En este contexto, los índices bursátiles mundiales registraron caídas generalizadas, con mayor intensidad en Europa, donde la sensibilidad al precio de la energía es más elevada. Los índices europeos acumulan descensos cercanos al doble dígito en el mes, con especial debilidad en economías más industriales como Alemania, mientras que en Estados Unidos las caídas fueron más contenidas, reflejando una menor exposición energética y un mayor peso de

sectores de crecimiento. En conjunto, el movimiento respondió más a una compresión de múltiplos que a un deterioro visible de beneficios.

El elemento diferencial de la semana fue el giro en la narrativa de mercado. Hasta ahora, los inversores habían mantenido la expectativa de que la disrupción en Oriente Medio sería breve, permitiendo una rápida normalización del petróleo y la reanudación del ciclo de bajadas de tipos. Esa hipótesis se quebró. El mantenimiento del crudo en niveles elevados, en torno a los 110 dólares, pasó a interpretarse como un riesgo más persistente, con implicaciones más profundas sobre inflación, crecimiento y márgenes empresariales.

Este cambio de percepción vino motivado por los ataques a infraestructuras energéticas clave en la región. Los bombardeos sobre el complejo gasístico de South Pars en Irán y sobre Ras Laffan en Qatar —uno de los mayores centros de exportación de gas natural licuado del mundo— introdujeron un elemento cualitativamente distinto en el análisis de mercado. Hasta ese momento, el foco había estado en el riesgo de disrupción logística asociado al estrecho de Ormuz; sin embargo, el daño potencial a la propia capacidad productiva del Golfo añadió una capa adicional de incertidumbre. El mercado dejó de descontar únicamente un problema de tránsito —potencialmente reversible— para empezar a incorporar el riesgo de una merma efectiva en la oferta global de hidrocarburos, más persistente en el tiempo. Este evento fue clave para explicar el repunte del petróleo y el ajuste generalizado de los activos de riesgo.

A este cambio de percepción se sumó la reunión de la Reserva Federal, que, sin modificar tipos, reforzó un mensaje de cautela. La falta de visibilidad sobre el impacto del shock energético en la inflación llevó a posponer cualquier calendario claro de bajadas e incluso reabrió la puerta a escenarios más restrictivos. En paralelo, el conjunto de bancos centrales adoptó un sesgo más prudente ante el riesgo inflacionista, reforzando un escenario en el que los recortes de tipos se retrasan o dejan de ser el escenario central. Este factor fue especialmente relevante en Europa, donde la crisis energética provocó que el mercado empezara a descontar una política monetaria más restrictiva por parte del BCE y una subida de tipos ya en la reunión de abril.

El movimiento de mercado vino acompañado de un aumento de la aversión al riesgo y de un proceso de desapalancamiento en posiciones construidas bajo el supuesto de tipos a la baja. Se produjo así un entorno de mayor correlación entre activos, en el que el precio del petróleo actuó como factor dominante.

A nivel sectorial, la semana dejó un mensaje claro a ambos lados del Atlántico. El comportamiento fue netamente defensivo, con caídas generalizadas en la mayoría de sectores, pero con algunas excepciones relevantes. En Estados Unidos, el sector energético destacó con una revalorización semanal cercana al 3%, mientras que el sector financiero

también logró cerrar en positivo, con un avance en torno al 0,5%. En contraste, utilities, materiales, consumo defensivo e inmobiliario lideraron las caídas, evidenciando el impacto del repunte de tipos y del deterioro del entorno macroeconómico. En Europa, el patrón fue similar: la energía destacó como el único sector con rentabilidad positiva, mientras que consumo, tecnología y sectores cíclicos concentraron las mayores caídas, reflejando tanto el shock de costes como la revisión de expectativas de crecimiento.

En este contexto, uno de los pocos elementos de soporte vino del lado micro. Las extraordinarias previsiones de ventas anunciadas por Nvidia, apuntando a un volumen acumulado de hasta un billón de dólares en ingresos vinculados a sus chips de inteligencia artificial en los próximos años, reforzaron la visibilidad del ciclo de inversión en tecnología. Este tipo de mensajes contribuyó a sostener el comportamiento relativo del segmento de crecimiento y a recordar que, más allá del ruido de corto plazo, siguen existiendo motores estructurales de beneficios.

En conjunto, la semana reflejó un mercado en transición hacia un entorno más exigente. La combinación de shock energético persistente, mayor incertidumbre geopolítica y bancos centrales más cautos obligó a una revisión de expectativas que se trasladó a precios de forma relativamente rápida. Sin embargo, este ajuste se produjo en un contexto en el que los fundamentales empresariales siguen mostrando resiliencia, especialmente en sectores ligados a la tecnología, y en el que el ciclo económico, aunque más tensionado, no mostró señales de ruptura.

Renta Fija

La renta fija vivió una semana marcada por un claro ajuste al alza de las rentabilidades, en un contexto en el que el mercado fue incorporando de forma más decidida el impacto del shock energético sobre la inflación y, sobre todo, sobre la función de reacción de los bancos centrales. El movimiento fue generalizado, pero especialmente intenso en los tramos cortos de las curvas, reflejando un cambio relevante en las expectativas de tipos.

En Estados Unidos, la TIR del bono a 10 años repuntó desde el 4,28% hasta el 4,38%, mientras que el tramo a 2 años pasó del 3,72% al 3,90%, en un movimiento que evidenció una revisión al alza de las expectativas de política monetaria. La reunión de la Reserva Federal, aunque sin cambios en tipos, reforzó un mensaje de cautela ante la incertidumbre inflacionista derivada del encarecimiento energético, lo que llevó al mercado a reducir de forma significativa la probabilidad de recortes en el corto plazo.

En la eurozona, el ajuste fue aún más acusado, especialmente en la parte corta de la curva. La rentabilidad del bono alemán a 10 años aumentó desde el 2,86% hasta el 3,04%, mientras que el 2 años repuntó con mucha mayor intensidad, desde el 2,31% hasta el 2,67%. Este comportamiento reflejó el giro más restrictivo del BCE, que comenzó a reconocer explícitamente el riesgo de una inflación más persistente.

Adicionalmente, las primas de riesgo periféricas repuntaron de forma significativa, en un contexto de mayor aversión al riesgo y creciente sensibilidad a la sostenibilidad fiscal. La prima de riesgo española se amplió del 0,51% al 0,54%, la italiana del 0,81% al 0,92% y la francesa del 0,69% al 0,71%, reflejando un deterioro del sentimiento hacia los activos más vulnerables dentro del universo soberano europeo.

En este entorno, los activos de renta fija sufrieron de forma generalizada, con caídas tanto en deuda soberana como en crédito, en línea con el movimiento al alza de los rendimientos de los bonos. Sin embargo, el crédito mostró un mejor comportamiento relativo y los diferenciales dejaron de ampliarse, en un movimiento que reflejó cierta pérdida de influencia de las incertidumbres relacionadas con el crédito privado.

Materias primas

El comportamiento de las materias primas estuvo dominado por la energía, con el petróleo registrando un nuevo avance semanal cercano al 9%, superando los 112 dólares por barril. Este movimiento reflejó la persistencia de las tensiones geopolíticas y la ausencia de señales de normalización en el suministro. El gas natural fue otra fuente de quebraderos de cabeza para los inversores, al repuntar un 17% semanal tras los ataques a los campos gasísticos de South Pars y Ras Laffan, lo que volvió a poner de manifiesto la elevada vulnerabilidad energética europea. En contraste, los metales preciosos no actuaron como refugio en esta fase del ciclo y el oro corrigió con intensidad, con caídas superiores al 10% en la semana, presionado por el repunte de los tipos reales. Los metales industriales también mostraron un tono claramente negativo, con descensos de doble dígito, reflejando la creciente preocupación por el impacto del encarecimiento energético sobre el crecimiento global.

Divisas

En el mercado de divisas, la semana estuvo marcada por el fuerte repunte del euro frente a sus principales pares, en un contexto en el que los inversores ya descuentan tres subidas de tipos

por parte del BCE en 2026. La divisa comunitaria recuperó un 1,4% semanal frente al billete verde, cerrando algo por debajo de los 1,16 dólares.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

La semana macro en Europa estuvo claramente condicionada por el deterioro del contexto geopolítico y, en particular, por el impacto del encarecimiento energético sobre las expectativas económicas. Más que por la sorpresa en los datos, el tono general vino marcado por un cambio en la interpretación de los mismos, con un mercado que comenzó a cuestionar la sostenibilidad de la incipiente recuperación en un entorno de mayor incertidumbre y presiones inflacionistas al alza.

En este sentido, las encuestas fueron las primeras en reflejar este giro. La encuesta ZEW en Alemania evidenció con claridad el impacto inmediato sobre el sentimiento inversor, con un desplome del índice de expectativas hasta terreno negativo desde niveles muy elevados el mes anterior, en una de las mayores caídas recientes y muy por debajo de lo anticipado. Este brusco ajuste puso de manifiesto hasta qué punto el encarecimiento de la energía y la incertidumbre asociada al conflicto en Oriente Medio están empezando a poner en cuestión la recuperación del ciclo industrial europeo. Aunque la valoración de la situación actual mostró cierta mejora, el mensaje de fondo fue inequívoco: el riesgo de que el shock energético frene la reactivación económica ha aumentado de forma significativa.

En el ámbito de precios, las referencias publicadas ofrecieron una fotografía todavía relativamente contenida, pero en gran medida desfasada respecto al nuevo entorno. La inflación final de febrero en la eurozona se situó en el 1,9% interanual, con la subyacente en el 2,4% y la de servicios en el 3,4%, lo que reflejó cierta persistencia en las presiones domésticas, aunque sin señales de aceleración estructural. En Italia, el IPC armonizado confirmó una moderación algo mayor de lo previsto, hasta el 1,5% interanual, con registros también inferiores en términos mensuales. Sin embargo, ambos datos fueron interpretados por el mercado como representativos de un entorno previo al shock energético, y por tanto con escasa capacidad explicativa sobre la dinámica inflacionista a corto plazo.

El foco se desplazó así hacia la reacción de los bancos centrales, que adoptaron un tono claramente más prudente. El BCE mantuvo los tipos sin cambios, con la facilidad de depósito en el 2%, pero el mensaje fue más restrictivo de lo esperado. Lagarde subrayó que la institución está preparada para responder al nuevo entorno, reconociendo que el conflicto introduce una combinación más compleja de mayor inflación y menor crecimiento. Las nuevas

proyecciones apuntaron a una revisión al alza de la inflación para 2026 y a un sesgo de riesgos claramente orientado al alza, lo que llevó al mercado a comenzar a descontar posibles subidas adicionales de tipos en los próximos meses ante el riesgo de efectos de segunda ronda.

En Reino Unido, el Banco de Inglaterra también mantuvo tipos en el 3,75%, pero con un giro significativo en el mensaje. El comité eliminó su sesgo hacia recortes y adoptó una postura más vigilante, mostrando disposición a actuar si el repunte de la energía termina trasladándose a la inflación de forma más persistente. Este cambio de tono se produjo en un contexto en el que los datos de actividad ofrecieron señales alentadoras. El mercado laboral sorprendió positivamente, con un aumento del empleo y una tasa de paro estable en el 5,2%, mientras que el crecimiento salarial se moderó más de lo esperado, hasta el 3,8% interanual, lo que introdujo un cierto alivio en el frente inflacionista doméstico.

En conjunto, los datos de actividad real quedaron en un segundo plano frente al cambio de narrativa. Aunque algunos indicadores siguieron mostrando cierta resiliencia, el mercado comenzó a priorizar los riesgos asociados al shock energético y su potencial impacto sobre crecimiento e inflación. El resultado fue una lectura más cauta del ciclo europeo, en la que los datos actuales perdieron relevancia frente a la incertidumbre sobre la evolución de los próximos meses.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

La semana macro en Estados Unidos estuvo marcada por un tono constructivo, tanto en el mundo de las encuestas como en los indicadores de actividad real, que avalaron la notable resistencia del ciclo económico al otro lado del Atlántico.

En el ámbito de las encuestas, los indicadores manufactureros ofrecieron señales divergentes, aunque en conjunto apuntaron a una actividad que se mantiene en expansión. El índice de la Fed de Filadelfia volvió a sorprender positivamente, situándose en 18,1 puntos y superando ampliamente las previsiones por tercer mes consecutivo, con mejoras significativas en actividad, envíos y expectativas de inversión, lo que refuerza la idea de un cierto soporte para el ISM manufacturero en el corto plazo. Por el contrario, la encuesta de la Fed de Nueva York mostró una ligera pérdida de impulso, con el índice general retrocediendo hasta -0,2 puntos, afectado en parte por las malas condiciones climáticas. No obstante, los componentes más adelantados, como los nuevos pedidos y las expectativas de inversión, mantuvieron una tendencia positiva, sugiriendo que el deterioro no es generalizado. En el sector residencial, la confianza de los constructores se situó en 38 puntos, ligeramente por encima de lo esperado,

aunque en niveles todavía modestos, reflejando un entorno de demanda contenida.

En cuanto a la actividad real, los datos mostraron un comportamiento más heterogéneo. La producción industrial de febrero avanzó un 0,2%, ligeramente por encima de lo previsto, apoyada tanto en el componente manufacturero como en el repunte de la actividad minera y energética, lo que sugiere una cierta capacidad de adaptación del sector productivo. Sin embargo, el mercado inmobiliario ofreció señales más débiles: las ventas de viviendas nuevas registraron una caída significativa en enero, hasta niveles no vistos desde 2022, reflejando el impacto de unas condiciones financieras todavía restrictivas, si bien parte del descenso pudo estar influido por factores climatológicos. En contraste, las ventas pendientes de viviendas repuntaron un 1,8% en febrero, impulsadas por la mejora temporal en los costes de financiación y cierta moderación en los precios, aunque este repunte fue interpretado con cautela ante el reciente aumento de los tipos hipotecarios. En el mercado laboral, las solicitudes de subsidios por desempleo descendieron hasta las 205.000, confirmando que, por ahora, el empleo sigue mostrando solidez.

En el frente de precios, las señales fueron más preocupantes. El índice de precios de producción sorprendió al alza, con un incremento del 0,7% mensual, muy por encima de lo esperado, lo que apuntó a una acumulación de presiones inflacionistas en la cadena productiva incluso antes del impacto pleno del encarecimiento energético. Este dato reforzó la percepción de que la desinflación podría ser más lenta de lo previsto.

Todo ello se enmarcó en una reunión de la Reserva Federal que, aunque sin cambios en tipos, marcó el tono de la semana. El banco central revisó al alza sus previsiones de crecimiento e inflación, incorporando tanto el impacto del entorno energético como una mejora estructural en productividad asociada a la inteligencia artificial, lo que llevó también a elevar la estimación del tipo neutral. Aunque se mantuvo la expectativa de un único recorte este año, el sesgo de las previsiones se desplazó hacia un menor número de bajadas, configurando un tono más restrictivo. Powell enfatizó la elevada incertidumbre y la dependencia de los datos, dejando claro que cualquier movimiento futuro estará condicionado por la evolución de la inflación.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

El Banco de Japón mantuvo los tipos sin cambios en el 0,75%, en línea con lo esperado, aunque el tono del comunicado fue ligeramente más restrictivo de lo anticipado. La autoridad monetaria destacó la persistencia de presiones inflacionistas, minimizando el impacto negativo del encarecimiento del petróleo sobre el crecimiento.

Por su parte, las autoridades chinas mantuvieron sin cambios las tasas preferenciales de préstamos en marzo en el 3,0% a un año y en el 3,5% a cinco años, prolongando la pausa iniciada tras el último recorte en mayo de 2025. Aunque se espera que el PBOC recorte tipos en los próximos meses para apoyar la economía, el reciente repunte del petróleo introduce un elemento adicional de incertidumbre, al limitar el margen de maniobra para evitar presiones sobre el yuan.

Catalizadores Semanales

La semana que comienza presentará una menor intensidad en términos macroeconómicos, aunque incluirá algunas referencias relevantes. Destacarán las publicaciones de IPC en Reino Unido y Japón, donde se prevé una moderación en febrero, todavía previa al impacto de la guerra en Irán. En paralelo, la atención se centrará en los PMI de marzo en Europa, que permitirán evaluar hasta qué punto el conflicto ha comenzado a afectar a las expectativas de los productores. Además, España será el primer país europeo en publicar su IPC preliminar de marzo, incorporando ya plenamente el efecto del encarecimiento de los hidrocarburos. En el ámbito monetario, los bancos centrales de México, Chile y Sudáfrica optarán previsiblemente por mantener los tipos sin cambios, a la espera de mayor visibilidad sobre el impacto de la crisis energética.

En España:

- **Balanza comercial del mes de enero (23-mar).** Los datos de diciembre confirmaron una tendencia de fondo que se consolidó a lo largo de 2025: el fuerte deterioro del saldo comercial español, que cerró el año con un déficit de más de 57.000 millones de euros, el mayor desde 2022 y uno de los más elevados de las últimas décadas. Este empeoramiento respondió al ensanchamiento del déficit no energético, impulsado por el dinamismo de la demanda interna y, especialmente, por la creciente dependencia de importaciones de bienes de equipo y manufacturas. En este contexto, el desequilibrio con China adquirió un peso determinante, llegando a explicar una parte muy significativa del déficit total, en un entorno en el que el gigante asiático redirige excedentes de producción hacia Europa. Frente a ello, la balanza con la Unión Europea —con superávits destacados con Francia y Portugal— siguió actuando como principal elemento de compensación, aunque insuficiente para contrarrestar el deterioro global. De cara a enero, cabe esperar la continuidad de este patrón: un déficit elevado, apoyado en la fortaleza de las importaciones asociadas al ciclo expansivo de la economía española, con el componente energético aún relativamente contenido en ese momento.
- **Ventas de viviendas del mes de enero (24-mar).** Los datos de diciembre mostraron una cierta corrección en la actividad de compraventa de viviendas, tanto en obra nueva como en segunda mano, encadenando dos meses consecutivos de descensos tras el fuerte repunte observado en otoño. Este patrón sugiere más un ajuste técnico que un cambio de tendencia. De cara a enero, cabe esperar un comportamiento aún contenido,

condicionado por factores estacionales y por el propio enfriamiento tras el dinamismo del segundo semestre. Sin embargo, no sería descartable cierta estabilización en términos mensuales, apoyada en la fortaleza de la demanda estructural y en unas condiciones financieras relativamente favorables.

- **Estadística hipotecaria del mes de enero (24-mar).** La estadística hipotecaria de diciembre reforzó la lectura de un mercado inmobiliario que, pese a la corrección mensual de la actividad, mantiene un fondo sólido. El número de hipotecas registró un descenso respecto a los meses previos, en línea con la caída observada en las compraventas, pero con tasas interanuales todavía claramente positivas. Más relevante aún fue el comportamiento del capital prestado, que continuó creciendo a ritmos elevados, reflejando no solo el dinamismo de la demanda, sino también el mayor importe medio de las operaciones. De cara al mes de enero, cabe esperar un patrón similar al de las transacciones: cierta moderación adicional en términos mensuales, pero con un mantenimiento de tasas interanuales positivas.
- **IPC preliminar del mes de marzo (27-mar).** El IPC preliminar de marzo en España debería reflejar ya de forma clara el impacto del shock energético, con un repunte significativo respecto a los niveles de febrero. Las previsiones de consenso apuntan a un crecimiento interanual de los precios del 3,3%, desde el 2,3% de febrero. El IPC subyacente, por su parte, se mantendría mucho más estable y repuntaría desde el 2,7% al 2,8% interanual. El principal motor será el componente energético, con efectos indirectos que empezarán a trasladarse gradualmente a otros bienes y servicios. No obstante, es importante matizar que este repunte tendrá un carácter transitorio en su fase inicial, aunque el riesgo clave será la aparición de efectos de segunda ronda que prolonguen la presión sobre la inflación subyacente en los próximos meses.

En Europa:

- **Indicadores preliminares PMI de Francia, Alemania, Reino Unido y el conjunto de la eurozona del mes de marzo (24-mar).** Los PMI preliminares de marzo en Europa serán especialmente relevantes al constituir la primera referencia adelantada tras el inicio del conflicto en Oriente Medio, ofreciendo una lectura temprana del impacto del shock energético sobre la actividad. En la eurozona, cabría esperar una pérdida de dinamismo respecto a febrero, reflejando el deterioro del entorno y el endurecimiento de las condiciones financieras. El consenso espera que el PMI compuesto se sitúe en los 51,0 puntos, desde los 51,9 anteriores, aunque no podemos descartar que se vuelva a

situar en zona de contracción, habida cuenta de que estos indicadores tienden a amplificar el efecto del sentimiento en fases de elevada incertidumbre. En Reino Unido, el ajuste sería similar y los expertos vaticinan una lectura todavía sólida de 52,9 puntos, desde los 53,7 del mes de febrero.

- **Encuesta IFO de sentimiento empresarial de marzo en Alemania (25-mar).** La encuesta Ifo de marzo en Alemania será una referencia clave para evaluar el impacto del shock energético sobre el tejido empresarial germano. Tras la mejora observada en febrero, el foco estará en si las expectativas de las empresas comienzan a deteriorarse ante el repunte de los precios de la energía y el aumento de la incertidumbre geopolítica. Dado el peso de la industria en la economía alemana, cualquier deterioro en el componente de expectativas sería especialmente relevante, al anticipar un posible frenazo en la incipiente recuperación. Más allá del dato agregado, la atención se centrará en la divergencia entre situación actual y expectativas, así como en los sectores más intensivos en energía, donde el impacto del conflicto podría ser más inmediato. Los analistas han proyectado una lectura de 86,6 puntos, desde los 88,6 anteriores.
- **IPC del mes de febrero en Reino Unido (25-mar).** El IPC de febrero en Reino Unido previsiblemente reflejará una estabilización de la inflación en tasas cercanas al 3% interanual. No obstante, este dato tendrá una relevancia limitada desde el punto de vista de mercado, al corresponder a un entorno previo al repunte reciente del petróleo. La clave estará en la evolución de la inflación de servicios que podría moderarse desde el 4,4% al 4,2% interanual. En cualquier caso, el foco se desplaza ya hacia los próximos meses, donde el impacto del encarecimiento energético podría revertir esta moderación y volver a tensionar las expectativas de inflación.

En EE.UU.:

- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (26-mar).** Las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo seguirán ofreciendo una señal clave sobre la resiliencia del mercado laboral, previsiblemente manteniéndose en niveles contenidos, en el entorno de las 210.000 peticiones. Este comportamiento apuntaría a una ausencia de despidos generalizados, a pesar del aumento de la incertidumbre económica. No obstante, algunos indicadores adelantados sugieren una mayor cautela en la contratación, lo que podría traducirse en una desaceleración progresiva del empleo más que en un deterioro abrupto. En este contexto, el dato seguirá siendo consistente con un mercado laboral sólido, aunque con riesgos crecientes en el margen.

- **Lectura final de la confianza del consumidor del mes de marzo, medida por la Universidad de Michigan (27-mar).** La lectura final de la confianza del consumidor de marzo de la Universidad de Michigan previsiblemente confirmará el deterioro observado en el dato preliminar, reflejando el impacto del repunte de los precios energéticos y del aumento de la incertidumbre geopolítica sobre las expectativas de los hogares. Más allá del nivel del índice, el foco estará en el componente de expectativas de inflación, que podría mostrar un nuevo repunte a corto plazo ante la subida de la gasolina. En conjunto, el dato apuntará a un consumidor más cauteloso, aunque todavía sostenido por un mercado laboral que sigue mostrando solidez.

Mercados

El entorno de mercado continúa caracterizado por una elevada incertidumbre, asociada a la evolución del conflicto en Oriente Medio. Todo el escenario macro y de mercado depende de la evolución del estrecho de Ormuz. En concreto, la clave es si Estados Unidos logra reabrirlo en el corto plazo sin una escalada adicional del conflicto. Si se normaliza el tránsito, el shock energético tendería a estabilizarse y los mercados podrían recuperar cierta calma. En cambio, si persiste la disrupción o se intensifican los ataques sobre infraestructuras energéticas, el impacto sobre el precio del petróleo podría ampliarse rápidamente, trasladándose a inflación, expectativas de política monetaria y crecimiento.

En los últimos días, el tono del conflicto ha escalado, acompañado además de mensajes claramente contradictorios por parte de la Administración estadounidense. Por un lado, se han planteado escenarios de desescalada e incluso de reducción del esfuerzo militar; por otro, se han lanzado amenazas explícitas que apuntan a una intensificación de los ataques hacia la infraestructura eléctrica iraní. Esta dualidad incrementa la incertidumbre y dificulta la formación de expectativas estables por parte del mercado, que pasa a depender no solo de la evolución sobre el terreno, sino también de la dirección política en cada momento. El resultado es un escenario más volátil, en el que el riesgo deja de estar acotado a la disrupción en Ormuz y se extiende a posibles impactos más amplios sobre la oferta energética global.

A pesar de este contexto, seguimos considerando que el ciclo económico global mantiene una base sólida. Los datos de actividad continúan mostrando resiliencia, los beneficios empresariales siguen creciendo a ritmos razonables —con especial apoyo en los sectores vinculados a la tecnología y la inversión en inteligencia artificial— y, en términos generales, no se observan desequilibrios macroeconómicos que apunten a una ruptura del ciclo. El ajuste reciente de los mercados responde principalmente a una compresión de múltiplos y a una revisión de expectativas de tipos, más que a un deterioro significativo de los beneficios.

En este marco, mantenemos un posicionamiento constructivo en activos de riesgo. El potencial alcista puede verse más acotado en el corto plazo, pero no consideramos que la actual crisis energética, en su estado actual, tenga la entidad suficiente como para descarrilar el crecimiento global. Más bien, estamos ante un entorno en el que la dispersión entre sectores y geografías aumenta, y en el que factores como la calidad, la visibilidad de beneficios o la menor sensibilidad a los costes energéticos adquieren mayor relevancia. En este sentido, la diversificación de nuestras carteras, sin sesgos marcados hacia geografías, sectores o estilos de inversión, está permitiendo amortiguar el impacto de la reciente volatilidad, al evitar concentraciones excesivas en los segmentos más expuestos.

Dicho esto, la visibilidad sigue siendo muy reducida y el equilibrio es frágil. Por ello, mantenemos un nivel elevado de vigilancia sobre la evolución de los acontecimientos, especialmente en lo relativo a la energía y a la posible extensión del conflicto a nuevas infraestructuras. En caso de que la volatilidad no dé señales de moderación o asistamos a un deterioro adicional del escenario geopolítico, no descartamos la necesidad de ajustar el posicionamiento con agilidad. La prioridad en este entorno es preservar la capacidad de reacción ante un contexto que sigue evolucionando con rapidez y que, al mismo tiempo, genera tanto amenazas como oportunidades.

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.