

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 25 al 29 de mayo de 2026

Madrid, 25 de mayo 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	208,7	0,73%	3,10%	2,44%	5,59%	12,71%
	EUROSTOXX 50	6.019,5	0,99%	3,29%	2,35%	3,94%	10,36%
	UK	10.466,3	0,22%	2,66%	0,84%	5,39%	19,12%
	ALEMANIA	24.888,6	1,15%	3,92%	2,45%	1,63%	3,18%
	FRANCIA	8.115,8	0,37%	2,05%	0,01%	-0,41%	2,59%
	ESPAÑA	17.985,3	0,06%	2,06%	1,15%	3,91%	25,70%
	ITALIA	49.511,0	0,70%	0,80%	2,62%	10,16%	22,09%
USA	S&P 500	7.473,5	0,37%	0,88%	3,67%	9,17%	27,87%
	S&P 100	3.713,0	0,17%	0,46%	4,52%	8,18%	30,63%
	NASDAQ	26.344,0	0,19%	0,45%	5,83%	13,35%	39,59%
	DOW JONES	50.579,7	0,58%	2,13%	1,87%	5,24%	20,83%
JAPÓN	NIKKEI	63.339,1	2,68%	3,14%	6,84%	25,82%	69,81%
EMERGENTES (*)	GLOBAL	753,4	1,00%	0,28%	2,56%	9,51%	20,41%
	EUROPA	68,9	0,93%	1,41%	2,95%	14,51%	34,02%
	ASIA	750,5	0,67%	1,50%	9,58%	33,23%	62,35%
	LATAM	2.619,4	-1,08%	0,87%	-3,38%	13,47%	31,66%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.801,1	0,49%	1,25%	3,01%	8,37%	25,36%

MATERIAS PRIMAS		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Petróleo	103,5	0,94%	-5,24%	-9,18%	70,16%	59,51%	
Oro	4509,4	-0,74%	-0,68%	-2,35%	4,40%	36,03%	
Metales	221,2	0,69%	1,35%	5,95%	25,06%	94,64%	

	TIPOS DE INTERÉS				
	USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses	3,66	2,22	2,10	3,89	0,89
1 Año	3,84	2,56	2,47	4,17	1,11
3 Años	4,17	2,78	2,66	4,39	1,68
5 Años	4,26	2,95	2,75	4,46	2,00
10 Años	4,56	3,47	3,04	4,90	2,76
30 Años	5,06	4,20	3,57	5,57	4,03

	BONOS					
	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Monetario	156,4	0,01%	0,06%	0,15%	0,75%	1,95%
Crédito	247,5	0,26%	0,51%	0,31%	0,29%	2,32%
Gobiernos	716,5	0,41%	0,82%	0,31%	0,02%	0,79%
RF Emergente	1313,3	0,35%	0,30%	0,71%	1,57%	8,96%
High Yield	395,5	0,09%	0,06%	0,52%	0,71%	3,91%

	DIVISAS					
	Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Eur/Dólar	1,16	-0,14%	-0,19%	-1,09%	-1,22%	2,40%
Eur/Yen	184,71	-0,01%	0,09%	0,55%	0,38%	13,47%
Eur/Libra	0,86	-0,16%	-1,01%	0,13%	-0,93%	2,30%

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre 22-may.-26

Resumen Semanal

Seguimos asistiendo a una creciente divergencia entre lo que descuentan los mercados financieros y lo que reflejan los fundamentales macroeconómicos. Mientras las bolsas estadounidenses continúan moviéndose cerca de máximos históricos impulsadas por el entusiasmo en torno a la inteligencia artificial y la fortaleza de los beneficios empresariales, los mercados de renta fija están enviando un mensaje mucho más prudente: inflación persistente, tipos de interés estructuralmente más altos, deterioro fiscal y riesgos de desaceleración económica.

El principal catalizador de tensión sigue siendo Oriente Medio y, particularmente, la incertidumbre sobre la evolución del estrecho de Ormuz. Aunque en los últimos días han aumentado las expectativas de un posible acuerdo entre Estados Unidos e Irán, el mercado

energético continúa extremadamente tensionado. Incluso en el escenario de una desescalada diplomática, el proceso de normalización sería lento y complejo. No basta con un acuerdo político: sería necesario despejar completamente las rutas marítimas, restaurar la capacidad de producción de varios productores del Golfo, reactivar refinerías asiáticas y, además, reconstruir unos inventarios globales de petróleo que han sufrido una de las mayores caídas de las últimas décadas.

Eso explica por qué el petróleo sigue cotizando en niveles muy elevados y por qué el mercado empieza a asumir que la crisis energética no será transitoria. La cuestión relevante ya no es únicamente el impacto inmediato sobre la inflación, sino el riesgo de que se produzca una segunda ronda de efectos sobre salarios, márgenes empresariales y expectativas de precios, que podría obligar a los bancos centrales a endurecer la política monetaria en un momento de fragilidad económica.

Europa es probablemente la región donde esta dinámica resulta más visible. Los últimos indicadores PMI reflejaron un deterioro significativo de la actividad, especialmente en servicios, con niveles compatibles con contracción económica. Francia destaca negativamente, pero el debilitamiento es relativamente generalizado en toda la eurozona y también en Reino Unido. Al mismo tiempo, los indicadores de costes muestran un fuerte repunte de los precios de los insumos, impulsados por energía, transporte y problemas de suministro. De momento, muchas empresas están absorbiendo parte de esos costes vía márgenes, pero la historia nos dice que tarde o temprano terminarán en los índices de precios al consumidor.

China tampoco está ofreciendo el apoyo que el mercado esperaba hace apenas unos meses. A pesar del buen comportamiento exportador y de la fortaleza relativa de determinados sectores tecnológicos, la demanda interna sigue mostrando una gran debilidad. Las ventas minoristas decepcionaron claramente, la inversión inmobiliaria continúa deteriorándose y la inversión en infraestructuras y manufacturas también pierde impulso. El problema de fondo sigue siendo el mismo: un consumidor extremadamente prudente, inmerso en un proceso de desapalancamiento y con una confianza muy dañada.

En paralelo, los bancos centrales empiezan a reconocer de forma más explícita que el impacto inflacionista puede durar más de lo inicialmente esperado. La Reserva Federal mantiene formalmente un sesgo acomodaticio a largo plazo, pero el listón para volver a bajar tipos ha aumentado claramente. Las expectativas de inflación a largo plazo han repuntado y varios miembros del FOMC empiezan a admitir abiertamente que la próxima decisión podría ser incluso una subida adicional de tipos si las tensiones inflacionistas persisten.

En Europa, el BCE se enfrenta a un escenario incómodo: una economía que pierde dinamismo con rapidez mientras la inflación amenaza con acelerarse por la crisis energética. El problema para el banco central es que, aunque subir tipos en plena desaceleración económica podría agravar aún más la debilidad del crecimiento, no actuar también tiene un coste elevado. Si empresas, consumidores y mercados perciben que el BCE tolera repuntes de precios sin reaccionar, las expectativas de inflación podrían desanclarse y terminar incorporándose a salarios, márgenes y precios de forma más persistente. En ese contexto, la institución podría verse obligada a endurecer la política monetaria para preservar su credibilidad como garante de la estabilidad de precios. Mientras tanto, Japón mantiene un tono cada vez más restrictivo y varios bancos centrales emergentes ya han comenzado directamente nuevos ciclos de subidas de tipos.

Y, sin embargo, pese a todo ello, la renta variable estadounidense continúa comportándose como si habitara una realidad distinta. El mercado sigue dominado por la narrativa de la inteligencia artificial, la expansión de la inversión en centros de datos, semiconductores e infraestructura digital, y unos beneficios empresariales que continúan sorprendiendo positivamente. Nvidia se ha convertido en el símbolo más evidente de este fenómeno: una compañía cuyo crecimiento y generación de caja han reforzado todavía más la sensación de que el ciclo tecnológico actual podría tener una dimensión estructural mucho más profunda que otros episodios anteriores de exuberancia tecnológica.

El problema es que ambos relatos empiezan a resultar difícilmente compatibles durante mucho tiempo. Los mercados de bonos descuentan un entorno de tipos reales elevados, inflación persistente y sostenibilidad fiscal cada vez más cuestionada. Las bolsas, en cambio, siguen descontando un escenario casi ideal donde la revolución de la IA compensará cualquier deterioro macroeconómico. La pregunta clave es cuál de los dos mercados terminará ajustándose.

Probablemente, la clave de los próximos meses esté precisamente ahí. Si la desaceleración económica se intensifica y los tipos permanecen altos, las elevadas valoraciones de parte del sector tecnológico podrían empezar a sufrir presión. Pero también existe la posibilidad de que la revolución de inversión ligada a la IA siga actuando como un potente soporte cíclico, sosteniendo beneficios, empleo e inversión durante más tiempo del esperado.

De momento, el mercado convive con ambas realidades simultáneamente: una economía global que pierde tracción y un segmento tecnológico que continúa absorbiendo capital como si estuviera al margen del ciclo económico tradicional. Esa coexistencia puede mantenerse durante un tiempo, pero en algún momento, uno de los dos mercados tendrá que reconocer que su narrativa era demasiado optimista o demasiado pesimista.

Renta Variable

La renta variable global ha prolongado esta semana el movimiento de recuperación iniciado tras el alto el fuego del mes de abril, apoyada en una combinación de factores que han permitido a los inversores recuperar el apetito por el riesgo. El principal catalizador volvió a ser la percepción de un posible acercamiento diplomático entre Estados Unidos e Irán. Aunque las negociaciones continúan siendo extremadamente complejas y el mercado sigue lejos de poder descontar una solución definitiva al conflicto, las declaraciones procedentes de Washington, Teherán y varios intermediarios regionales alimentaron la expectativa de un acuerdo preliminar que permita estabilizar la situación en Oriente Medio y, sobre todo, reducir el riesgo de una interrupción prolongada en el estrecho de Ormuz. Esa expectativa favoreció una caída del precio del crudo durante buena parte de la semana y permitió cierta relajación en los mercados de bonos soberanos, eliminando temporalmente parte de la presión que venían sufriendo los activos de riesgo.

En este contexto, Wall Street encadenó su octava semana consecutiva de avances, algo que no sucedía desde 2023, mientras el Nasdaq continuó acercándose a nuevos máximos históricos impulsado nuevamente por el ecosistema de inteligencia artificial. El gran protagonista de la semana fue Nvidia. La compañía volvió a presentar unos resultados extraordinariamente sólidos, con crecimiento explosivo en centros de datos, guías muy por encima de lo esperado y una nueva revisión al alza de sus perspectivas de expansión asociadas a Blackwell y Rubin. Aunque la reacción inmediata de la acción fue relativamente contenida, reflejando el enorme nivel de exigencia que ya descuenta el mercado, el mensaje de fondo volvió a reforzar la narrativa de una demanda prácticamente insaciable de capacidad de computación para IA.

El impacto fue especialmente visible en el sector de semiconductores y en toda la cadena vinculada a infraestructura tecnológica, centros de datos y software de IA. Además, el mercado continúa anticipando las salidas a bolsa vinculadas al ecosistema tecnológico estadounidense, con OpenAI, Anthropic y SpaceX alimentando todavía más el entusiasmo inversor alrededor del superciclo de inversión en inteligencia artificial. La sensación dominante sigue siendo que el mercado está dispuesto a pagar múltiplos muy elevados siempre que las compañías mantengan ritmos de crecimiento extraordinarios y capacidad de monetización visible. Sin embargo, también persisten algunas dudas de fondo: creciente competencia china, presión potencial sobre márgenes y cierta preocupación sobre el carácter "circular" del ecosistema de inversión en IA, donde hiperescaladores, fabricantes de chips y plataformas tecnológicas dependen cada vez más unos de otros.

Europa fue la gran ganadora de la semana y cerró con alzas del 3% en promedio, lo que refuerza la idea de que los mercados del Viejo Continente recuperarán con fuerza cuando se normalice la situación en Oriente Medio. Durante la última semana, los índices europeos se vieron favorecidos por la reducción temporal de la tensión geopolítica y por el progreso en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y la Unión Europea, que reducen el riesgo de una nueva escalada arancelaria de cara al verano. Sin embargo, los datos macro conocidos durante la semana introdujeron un elemento de cautela mucho más evidente que en Estados Unidos. Los indicadores PMI preliminares de mayo decepcionaron claramente, especialmente en servicios, reflejando un deterioro significativo de la actividad económica en la eurozona.

Desde el punto de vista sectorial, la tecnología volvió a liderar claramente en Europa, acompañada también por empresas de telecomunicaciones y eléctricas, mientras que energía mostró un comportamiento más moderado tras la corrección del petróleo. En Estados Unidos destacó especialmente el buen tono de salud, utilities e inmobiliario, reflejando precisamente esa estabilización de las curvas soberanas. Por el contrario, comunicación y consumo básico quedaron rezagados.

En Japón, las bolsas también cerraron con alzas significativas, superiores al 3%, mientras que en el espacio de las economías emergentes, la semana bursátil nos dejó un comportamiento alcista generalizado, aunque de menor magnitud que el registrado en Europa y Japón.

En términos generales, el mercado sigue mostrando una notable resiliencia pese al elevado nivel de incertidumbre geopolítica y macroeconómica. Los inversores parecen haber interiorizado que, mientras no se produzca un deterioro mucho más severo del crecimiento o una ruptura clara del proceso diplomático en Oriente Medio, la combinación de descenso del crudo, estabilización de los bonos y fortaleza estructural de la inversión en IA puede seguir sosteniendo el tono positivo de la renta variable global.

No obstante, bajo la superficie siguen acumulándose tensiones importantes. La inflación continúa siendo incómodamente elevada, los bancos centrales mantienen un tono mucho más restrictivo de lo que descontaba el mercado hace apenas unos meses y los datos macro europeos empiezan a deteriorarse con claridad. Además, la propia fortaleza de la renta variable estadounidense vuelve a depender en gran medida de un grupo relativamente reducido de compañías ligadas a inteligencia artificial y semiconductores, aumentando nuevamente la concentración del mercado.

Renta Fija

La renta fija vivió una semana de relativa estabilización tras las fuertes tensiones acumuladas durante las últimas semanas, favorecida por la moderación del precio del crudo y por el renovado optimismo alrededor de un posible acercamiento diplomático entre Estados Unidos e Irán.

En Alemania, la rentabilidad del bono a diez años descendió desde el 3,17% hasta el 3,04%, mientras que el tramo corto también registró una caída significativa, con el dos años retrocediendo desde el 2,74% hasta el 2,64%. El movimiento reflejó la combinación de menor tensión geopolítica y corrección del petróleo, aunque el deterioro de los PMI europeos también favoreció compras de deuda soberana.

En Estados Unidos, el comportamiento de la curva fue diferente. El Treasury a diez años descendió ligeramente desde el 4,59% hasta el 4,56%, pero el dos años repuntó desde el 4,07% hasta el 4,12%, intensificando el aplanamiento de la curva. El mercado sigue descontando que la Reserva Federal mantendrá una postura muy prudente ante el riesgo de inflación derivado del conflicto geopolítico. De hecho, varios miembros de la Fed insistieron esta semana en que no puede descartarse una nueva subida de tipos si la inflación no empieza a moderarse de forma convincente.

La relajación de las curvas permitió un mejor comportamiento del conjunto de la deuda pública europea. Los bonos soberanos registraron repuntes superiores al 0,8%, mientras que crédito y renta fija emergente también registraron un tono favorable. El high yield, en cambio, mostró un comportamiento algo más contenido, reflejando que el mercado sigue manteniendo cierta cautela sobre el crecimiento económico y sobre el potencial impacto que unos tipos más altos durante más tiempo podrían tener sobre los segmentos de menor calidad crediticia.

Materias primas

Las materias primas vivieron una semana marcada por la corrección del petróleo, en un contexto de renovado optimismo respecto a un posible acercamiento diplomático entre Estados Unidos e Irán. El Brent retrocedió más de un 5% en la semana, aunque continúa cotizando por encima de los 100 dólares por barril y acumula todavía una subida cercana al 70% en lo que va de año. El oro, por su parte, corrigió ligeramente, mientras que los metales industriales mostraron un tono más positivo, apoyados en la mejora del apetito por el riesgo.

Divisas

En el mercado de divisas, el euro cerró apoyado en la cota de los 1,16 dólares, lastrado por la debilidad de los indicadores adelantados de mayo. Aunque la caída del petróleo y la mejora temporal del apetito por el riesgo tendrían teóricamente capacidad para debilitar al dólar, el mercado sigue percibiendo a la economía estadounidense como relativamente más resiliente y continúa descontando tipos elevados durante más tiempo en Estados Unidos. Frente al yen, el euro se mantuvo prácticamente estable, mientras que frente a la libra registró una significativa depreciación semanal.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

En Europa, la agenda macroeconómica de la semana volvió a reflejar una economía que pierde dinamismo de forma relativamente rápida bajo el impacto de la crisis energética, aunque algunos indicadores de confianza mostraron cierta estabilización.

En cuanto a los indicadores adelantados, el PMI compuesto de mayo en la eurozona cayó hasta los 47,5 puntos, claramente por debajo de lo esperado y en niveles compatibles con contracción económica. La debilidad volvió a concentrarse especialmente en servicios, un sector que empieza a acusar con más intensidad el deterioro del poder adquisitivo y el impacto del encarecimiento energético sobre el consumo. Francia registró un deterioro particularmente acusado, mientras Alemania mostró una evolución relativamente más resistente. En línea con este diagnóstico, el índice IFO alemán mejoró ligeramente en mayo hasta 84,9 puntos desde 84,5, superando modestamente las previsiones del mercado, pero manteniéndose todavía en niveles históricamente bajos y compatibles con una actividad económica muy frágil en el segundo trimestre.

Por el lado del consumidor, las señales fueron algo más constructivas, aunque partiendo de niveles todavía muy deprimidos. La confianza del consumidor en la eurozona mejoró ligeramente en mayo desde -20,6 hasta -19,0 puntos. Más significativa fue la mejora de la confianza del consumidor alemán, con el índice GfK repuntando hasta los -29,8 puntos desde los -33,1 anteriores y superando claramente las expectativas. Aun así, el nivel absoluto del indicador continúa reflejando una elevada prudencia por parte de los hogares, que siguen condicionados por la pérdida acumulada de poder adquisitivo.

En materia de inflación y salarios, los datos ofrecieron señales mixtas para el BCE. El IPC final de abril en la eurozona confirmó que la inflación general repuntó hasta el 3,0% interanual

desde el 2,6% anterior, impulsada principalmente por energía y transporte. Sin embargo, la inflación subyacente se mantuvo en el 2,2%, mientras que la inflación de servicios descendió hasta el 3,0%, ayudada por efectos de base. En paralelo, la evolución salarial empieza a ofrecer cierto margen de tranquilidad al BCE. Los salarios negociados desaceleraron su crecimiento hasta el 2,5% interanual en el primer trimestre, frente al 2,9% anterior, situándose ya por debajo del nivel que el banco central considera compatible con una inflación estable del 2% a medio plazo. El dato sugiere que los efectos de segunda ronda sobre salarios siguen siendo relativamente limitados gracias al enfriamiento gradual del mercado laboral europeo.

Precisamente el mercado laboral comenzó a mostrar señales más evidentes de deterioro en Reino Unido. Los datos británicos sorprendieron negativamente, con una caída de 100.000 empleados en nómina durante abril, el ajuste más intenso desde la pandemia. Además, la tasa de desempleo repuntó hasta el 5% y las vacantes descendieron hasta mínimos desde 2021, reflejando un enfriamiento cada vez más claro del mercado laboral británico tras varios años de fuerte tensión salarial.

En otro orden de importancia, el mercado inmobiliario español mostró un comportamiento relativamente sólido en marzo. Las ventas de viviendas crecieron un 2,7% mensual hasta 61.295 unidades, aunque en términos interanuales todavía registraron una caída del 2,2%. Por otro lado, el déficit comercial español se amplió hasta los 4.372 millones de euros en marzo, principalmente como consecuencia del encarecimiento energético registrado durante el periodo, reflejando nuevamente la elevada sensibilidad de la balanza exterior española a los movimientos del precio del petróleo y del gas.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

En Estados Unidos, la agenda macroeconómica de la semana volvió a reflejar una economía que mantiene una notable capacidad de resistencia pese al endurecimiento monetario, al encarecimiento energético y a la creciente incertidumbre geopolítica. Sin embargo, la inflación continúa siendo la principal preocupación tanto para consumidores como para la Fed.

En cuanto a los indicadores adelantados, la confianza del consumidor de la Universidad de Michigan volvió a deteriorarse con fuerza en mayo, cayendo hasta los 44,8 puntos desde los 49,8 anteriores y situándose en niveles históricamente muy deprimidos. El principal foco de preocupación continúa siendo la inflación. Las expectativas a un año aumentaron hasta el 4,8%, mientras que las expectativas de largo plazo repuntaron hasta el 3,9%, máximos de los últimos siete meses. El fuerte encarecimiento del coste de vida y el temor a que las

disrupciones derivadas del conflicto en Oriente Medio se prolonguen están afectando especialmente a los hogares de menor renta, reflejando un consumidor cada vez más preocupado por la persistencia de las presiones inflacionistas.

En paralelo, el índice manufacturero de la Fed de Filadelfia mostró un deterioro mucho más acusado de lo esperado en mayo y volvió a situarse en zona de contracción. El indicador reflejó fuertes descensos tanto en nuevos pedidos como en envíos, sugiriendo que el encarecimiento energético y el aumento de costes empiezan a pesar de forma más visible sobre la actividad industrial estadounidense.

Las actas de la última reunión del FOMC confirmaron además un giro más restrictivo dentro de la Reserva Federal. El comité mostró una creciente preocupación por la persistencia de la inflación y una menor predisposición a bajar tipos en el corto plazo. Muchos miembros defendieron eliminar el sesgo acomodaticio del comunicado y una mayoría reconoció que podrían ser necesarias nuevas subidas si la inflación continúa por encima del 2%. La Fed destacó específicamente el impacto del encarecimiento energético, las disrupciones de oferta y el fuerte gasto vinculado a inteligencia artificial sobre las presiones inflacionistas. Al mismo tiempo, los responsables monetarios consideran que el mercado laboral continúa mostrando suficiente solidez como para reducir la urgencia de cualquier relajación monetaria.

Precisamente el empleo sigue siendo uno de los principales soportes de la economía estadounidense. Las solicitudes semanales de subsidio por desempleo descendieron ligeramente hasta las 209.000 peticiones, manteniéndose todavía en niveles compatibles con un mercado laboral relativamente sólido y lejos de reflejar un deterioro significativo de las condiciones de empleo.

En cuanto a la actividad inmobiliaria, los datos ofrecieron señales mixtas. La confianza de los constructores repuntó ligeramente en mayo hasta los 37 puntos, aunque continúa claramente por debajo del umbral de 50 que separa percepción positiva de negativa. El sector residencial sigue muy condicionado por los problemas de accesibilidad derivados de unos tipos hipotecarios elevados y del encarecimiento acumulado de la vivienda. En la misma línea, las construcciones iniciales retrocedieron un 2,8% en abril, con especial debilidad en la vivienda unifamiliar, que registró su mayor caída en casi un año. Además, los permisos de construcción descendieron hasta mínimos de ocho meses, reflejando la cautela de los promotores.

Sin embargo, no todos los indicadores inmobiliarios fueron negativos. Las preventas de viviendas aumentaron por tercer mes consecutivo en abril y alcanzaron máximos de cinco meses, mostrando que el mercado residencial sigue manteniendo cierta capacidad de resistencia pese al complejo entorno macroeconómico.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

La inflación japonesa volvió a moderarse de forma significativa en abril y alcanzó su nivel más bajo en cuatro años. El IPC subyacente descendió hasta el 1,4%, claramente por debajo de lo esperado, gracias al impacto de las subvenciones energéticas impulsadas por el gobierno. También se observó una moderación en la inflación de servicios.

También en Japón, el PIB sorprendió positivamente en el primer trimestre al crecer un 2,1% anualizado, por encima del 1,7% esperado, reforzando la percepción de que la economía japonesa está resistiendo mejor de lo previsto el actual entorno de inflación y crisis energética. El consumo privado, las exportaciones y la inversión empresarial vinculada al ciclo de digitalización e inteligencia artificial continúan sosteniendo la actividad.

Catalizadores Semanales

De cara a la semana que comienza, el principal foco macroeconómico estará en la inflación estadounidense. El mercado estará especialmente pendiente del deflactor del consumo (PCE) de abril, donde se espera que las presiones inflacionistas continúen siendo elevadas. El dato será clave para calibrar hasta qué punto la Fed puede mantener un tono todavía más restrictivo tras las últimas actas del FOMC. También en Estados Unidos serán relevantes los datos de consumo, renta personal y revisión del PIB del primer trimestre. En Europa, la atención se centrará en los IPC preliminares de mayo de Alemania, Francia, Italia y España, en un contexto donde el mercado intenta determinar si el repunte energético empieza o no a trasladarse a inflación subyacente.

En España:

- **Estadística hipotecaria del mes de marzo (27-may).** La estadística hipotecaria de marzo probablemente volverá a mostrar bastante fortaleza, apoyada tanto en la aceleración ya observada en febrero —con las hipotecas sobre vivienda creciendo un 16,3% interanual y el capital concedido un 30,6%— como en el sólido comportamiento de las ventas de viviendas de marzo, que aumentaron un 2,7% mensual y mostraron especial dinamismo en vivienda usada.
- **Ventas minoristas de abril (28-may).** El consenso espera que las ventas minoristas moderen ligeramente su ritmo de crecimiento en abril, hasta el 3,6% interanual desde el 4,1% anterior. Aun así, el dato seguiría reflejando una demanda interna relativamente resistente en comparación con el resto de Europa, apoyada por la fortaleza del empleo, el turismo y el dinamismo de los servicios. La principal incógnita será comprobar hasta qué punto el encarecimiento energético y el deterioro gradual de la confianza empiezan a afectar al consumo de los hogares durante los próximos meses.
- **Lectura preliminar del IPC del mes de abril (29-may).** Terminaremos la semana con la referencia más relevante para calibrar la evolución de la crisis energética sobre los precios en España. El consenso espera un ligero repunte de la tasa general hasta el 3,3% interanual desde el 3,2% anterior, mientras que la inflación subyacente también aumentaría moderadamente hasta el 2,9%. El mercado vigilará especialmente si empiezan a aparecer señales más claras de transmisión hacia componentes más ligados al consumo doméstico y a los servicios.

En Europa:

- **Confianza económica de la Comisión Europea del mes de mayo (28-may).** La confianza económica de la Comisión Europea probablemente volverá a deteriorarse en mayo, con el consenso esperando una caída del índice agregado hasta los 92,6 puntos desde los 93,0 anteriores, lo que supondría el nivel más bajo desde finales de 2020. El deterioro refleja el creciente impacto de la crisis energética y de la incertidumbre geopolítica sobre empresas y consumidores europeos. Tanto la confianza industrial como la de servicios también apuntan a una moderación adicional, especialmente en un contexto donde el encarecimiento de la energía sigue presionando márgenes y debilitando la demanda.
- **Actas de la reunión de abril del BCE (28-may).** Las actas de la reunión del BCE del 29 y 30 de abril serán una de las referencias clave de la semana, ya que podrían confirmar hasta qué punto el Consejo de Gobierno empieza a inclinarse hacia nuevas subidas de tipos pese al deterioro económico. El mercado estará especialmente atento al tono del debate interno, después de que Christine Lagarde reconociera que una subida ya fue discutida explícitamente en la última reunión. Las actas permitirán evaluar cómo está ponderando el BCE el complejo equilibrio entre una inflación elevada y una economía europea que empieza a mostrar señales crecientes de desaceleración.
- **Lecturas preliminares del IPC de mayo en Francia, Italia y Alemania (29-may).** La inflación volverá a ser el principal foco macroeconómico en Europa durante la próxima semana, en un contexto de fuerte tensión sobre los mercados de deuda soberana. El consenso espera nuevos repuntes inflacionistas en buena parte de las grandes economías de la eurozona. Francia aceleraría hasta el 2,9% interanual desde el 2,5% e Italia hasta el 3,3% desde el 2,8%. Alemania sería la única gran economía donde la inflación mostraría estabilidad y se mantendría en el 2,9% interanual, favorecida por la rebaja temporal de impuestos sobre carburantes. El principal impulsor sigue siendo la energía, especialmente combustibles y transporte, aunque el mercado continúa vigilando si empiezan a aparecer efectos de segunda ronda más persistentes sobre inflación subyacente y servicios.

En EE.UU.:

- **Precios de la vivienda del mes de marzo (26-may).** El índice Case-Shiller de precios de vivienda probablemente mostrará una nueva moderación en marzo, con el consenso esperando que el crecimiento interanual desacelere hasta el 0,8%, desde el 0,9%

anterior. El mercado inmobiliario sigue muy condicionado por unos tipos hipotecarios elevados y por problemas persistentes de accesibilidad, que continúan limitando la capacidad de compra de los hogares. Aun así, la oferta de vivienda sigue siendo relativamente reducida y evita, por el momento, una corrección más intensa de precios. El mercado vigilará especialmente si la combinación de financiación restrictiva, menor confianza del consumidor y desaceleración económica empieza a trasladarse de forma más visible al sector residencial.

- **Confianza del consumidor de mayo, medida por el Conference Board (26-may).** La métrica de confianza del Conference Board probablemente mostrará un nuevo deterioro en mayo, con el consenso esperando una caída hasta los 92,0 puntos, desde los 92,8 previos. Aunque el indicador continúa resistiendo mejor que la encuesta de la Universidad de Michigan gracias a la fortaleza relativa del mercado laboral, el encarecimiento de la gasolina, la persistencia de la inflación y la incertidumbre asociada al conflicto con Irán siguen erosionando gradualmente la confianza de los hogares. El mercado vigilará especialmente si el deterioro empieza a trasladarse con mayor intensidad hacia expectativas de empleo y renta, algo que podría anticipar una desaceleración más visible del consumo durante el verano.
- **Ingresos y gastos personales del mes de abril y deflactor del consumo privado (28-may).** La publicación de ingresos y gastos personales de abril será especialmente relevante para evaluar hasta qué punto el consumidor estadounidense empieza a resentirse del encarecimiento energético y de la pérdida de poder adquisitivo. El consenso espera una moderación tanto de los ingresos como del consumo, con un crecimiento del gasto personal del 0,5% mensual frente al 0,9% anterior. Aun así, el consumo sigue mostrando una notable capacidad de resistencia gracias al soporte del empleo, de las devoluciones fiscales y del efecto riqueza acumulado por los hogares. El principal foco estará, sin embargo, en el deflactor del consumo privado (PCE), la medida de inflación preferida de la Reserva Federal. Se espera que el índice general desacelere hasta el 0,5% mensual desde el 0,7%, aunque seguirá mostrando presiones elevadas impulsadas por gasolina, alimentación y determinados componentes tecnológicos vinculados a inteligencia artificial y semiconductores. El deflactor subyacente se mantendría en el 0,3%, confirmando que la inflación continúa siendo demasiado persistente para permitir a la Fed plantearse recortes de tipos en el corto plazo.
- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (28-may).** Las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo probablemente se mantendrán estables en torno a las 210.000 peticiones, muy cerca de los niveles actuales y todavía compatibles con un mercado laboral relativamente sólido. Pese a la creciente incertidumbre económica y al

impacto que empieza a tener la automatización vinculada a inteligencia artificial sobre determinados segmentos del empleo, los despidos continúan contenidos en términos agregados.

- **Segunda estimación del PIB del primer trimestre (28-may).** La segunda estimación del PIB estadounidense del primer trimestre probablemente mostrará una ligera revisión al alza hasta el 2,1% anualizado desde el 2,0% preliminar. La revisión vendría apoyada principalmente por un consumo algo más sólido de lo inicialmente estimado y por una inversión empresarial muy robusta, especialmente en construcción no residencial e infraestructura vinculada a inteligencia artificial. También podrían revisarse al alza determinadas partidas relacionadas con vivienda y construcción. Sin embargo, el deterioro del saldo comercial limitaría parcialmente esa mejora.
- **Pedidos de bienes duraderos del mes de abril (28-may).** Los pedidos de bienes duraderos probablemente mostrarán un fuerte repunte en abril, con el consenso esperando un crecimiento cercano al 4% mensual frente al 0,8% anterior. Buena parte de la mejora vendría explicada por el fuerte aumento de pedidos de aeronaves de Boeing, aunque los componentes subyacentes también seguirían mostrando solidez gracias al impulso de la inversión ligada a inteligencia artificial.
- **Ventas de viviendas nuevas del mes de abril (28-may).** Las ventas de viviendas nuevas probablemente moderarán su ritmo en abril, con el consenso esperando una caída hasta una tasa anualizada cercana a 660.000 unidades desde las 682.000 anteriores. El mercado inmobiliario estadounidense continúa muy condicionado por unos costes de financiación elevados y por problemas persistentes de accesibilidad, especialmente para el comprador medio.

Mercados

Los mercados financieros continúan mostrando una resistencia notable pese a un entorno geopolítico y macroeconómico extraordinariamente complejo. La expectativa de un posible acuerdo entre Estados Unidos e Irán, los sólidos resultados empresariales —especialmente en el ecosistema tecnológico vinculado a inteligencia artificial— y una economía global que mantiene una sorprendente resistencia, han permitido sostener el apetito por el riesgo durante las últimas semanas. La caída del petróleo, la estabilización de las curvas soberanas y la percepción de que el conflicto en Oriente Medio podría encaminarse hacia algún tipo de solución negociada han contribuido a reforzar esa sensación de resiliencia.

Sin embargo, bajo la superficie siguen acumulándose desequilibrios importantes. El rally bursátil continúa extremadamente concentrado en un grupo relativamente reducido de compañías ligadas a IA, semiconductores e infraestructura tecnológica, mientras buena parte de la economía global empieza a mostrar síntomas crecientes de fatiga. Europa refleja ya una desaceleración bastante evidente en actividad y confianza, China sigue sin lograr una recuperación sólida de su demanda interna y en Estados Unidos empiezan a aparecer señales de debilitamiento gradual en manufacturas, consumo discrecional y vivienda. A ello se suma un entorno de rentabilidades soberanas elevadas y unos bancos centrales cada vez más incómodos con la persistencia de las presiones inflacionistas.

De hecho, tanto la Reserva Federal como el BCE han endurecido significativamente su tono en las últimas semanas. Las actas del FOMC confirmaron una Fed mucho menos predisposta a bajar tipos y más preocupada por la posibilidad de que la crisis energética y el fuerte gasto asociado a inteligencia artificial mantengan la inflación elevada durante más tiempo. En Europa, el consenso apunta a que el BCE subirá tipos en junio, en un movimiento que podría intensificar las presiones sobre el crecimiento económico de la eurozona, pero que servirá para preservar la credibilidad de la institución.

La semana será especialmente importante desde el punto de vista macroeconómico. El mercado estará muy pendiente de los datos de inflación tanto en Estados Unidos como en Europa. En EEUU, el deflactor del consumo privado volverá a ser la principal referencia para calibrar hasta qué punto la inflación sigue mostrando resistencia en componentes relacionados con energía, vivienda y tecnología. En Europa, las lecturas preliminares de IPC de Alemania, Francia, Italia y España permitirán evaluar si la crisis energética empieza o no a trasladarse de forma más persistente hacia la inflación subyacente.

A corto plazo, la clave para que el actual movimiento alcista pueda mantenerse pasa por un anuncio creíble de acuerdo que permita reabrir de forma estable el estrecho de Ormuz. Existen señales constructivas en este sentido y el mercado claramente quiere creer en una desescalada. Sin embargo, continúan existiendo enormes incógnitas alrededor de cuestiones fundamentales como el programa nuclear iraní, el control de Ormuz, las sanciones y el papel regional de Teherán. La distancia entre ambas partes sigue siendo considerable y cualquier decepción podría volver a tensionar rápidamente petróleo y rentabilidades soberanas.

Seguimos manteniendo una visión constructiva sobre los activos de riesgo, apoyada en la fortaleza de los beneficios empresariales, en la enorme inversión estructural vinculada a inteligencia artificial y en la solidez del consumo y del empleo. Sin embargo, esa visión positiva empieza a estar cada vez más condicionada por un deterioro macroeconómico que probablemente será lento, desigual y gradual, pero también cada vez más difícil de ignorar.

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.