

#435

Carta del mes de octubre

Los vigilantes de los bonos y el verdadero cuello de botella

PBI



Carta del mes

Octubre

La política exterior rara vez decide unas elecciones en Estados Unidos. Normalmente, son la economía y el coste de la vida los que determinan el voto.

Precisamente por eso, estas elecciones de mitad de mandato podrían ser una excepción. No ocurría algo parecido desde 2006, cuando la guerra de Irak contribuyó a una dura derrota republicana.

Hoy, los votantes vuelven a pagar las consecuencias de una guerra en Oriente Medio y de los aranceles de Trump. Pero incluso una victoria demócrata ofrecería poco alivio: Trump mantendría el poder de veto y no hay soluciones rápidas para el precio de la energía y la vivienda.

Fernando González Cantero
Presidente

El mes de un vistazo

El mes estuvo dominado por tres grandes temas: la escalada de las tensiones en Oriente Medio, el deterioro político y fiscal de Francia y la continuidad del ciclo de inversión en inteligencia artificial. El aumento de los riesgos geopolíticos impulsó los precios de la energía y añadió presión inflacionista global, mientras los mercados mantenían la atención sobre la sostenibilidad del elevado gasto asociado a la IA y sobre el ajuste de las valoraciones tecnológicas. En el ámbito macroeconómico, Estados Unidos continuó mostrando una actividad sólida, aunque con señales de moderación en el mercado laboral, mientras Europa afrontaba un entorno más complejo marcado por la desaceleración de Francia y la persistencia de tensiones fiscales. Por su parte, China mostró una mejora cíclica apoyada en la producción y las exportaciones, aunque el consumo y el sector inmobiliario continuaron actuando como frenos estructurales. En conjunto, la combinación de riesgos geopolíticos, tensiones fiscales y dudas crecientes sobre la rentabilidad futura de las inversiones en IA comenzó a configurar un entorno financiero más exigente para empresas, gobiernos e inversores.

En el conflicto iraní se intensificaban los esfuerzos diplomáticos, con un mediador catarí en Teherán y reuniones de Arabia Saudí, Turquía y Pakistán con funcionarios iraníes, a lo que se sumaba una carta del vicepresidente Vance al consejero de seguridad iraní. Trump afirmaba que «ha llegado el momento de decidir» entre un acuerdo con Irán o la reanudación de los ataques tras las elecciones del tres de noviembre. Por otro lado, los hutíes atacaban con un misil balístico la mayor refinería de Arabia Saudí y Egipto aprobaba brindar apoyo defensivo a Riad, manteniendo elevado el riesgo de extensión del conflicto.

Lula remontaba en la segunda vuelta y ganaba a Bolsonaro por un 51,8% frente a un 48,2%, en unas elecciones marcadas por acusaciones de supresión del voto y una extensión de última hora del horario de votación. Bolsonaro pedía la anulación del resultado. El inesperado desenlace presionaba a la bolsa brasileña, que había descontado una victoria de Bolsonaro, y a los valores del Ibex con exposición al país.

En Ucrania, las negociaciones para poner fin al conflicto mostraban avances, con Putin aceptando reanudar las conversaciones de paz bajo mediación estadounidense a partir del 10 de noviembre y Zelenski apoyando un posible encuentro trilateral. Sin embargo, persistían las tensiones entre Kiev y Washington por la presión de Trump para alcanzar un acuerdo y las exigencias ucranianas de mayor apoyo militar. Paralelamente, EEUU planteaba aliviar las sanciones a Rusia a cambio de aumentar su oferta de diésel. Ucrania condicionaba el cese de ataques a refinerías rusas al suministro de misiles Patriot.

En Francia, la incertidumbre se agravaba por las protestas sociales, la fragmentación parlamentaria y la proximidad de las elecciones presidenciales. Marine Le Pen planteaba importantes recortes del gasto público. En caso de convertirse en la próxima presidenta, planeaba implementar ajustes por un total de 140.000 millones de euros (4,5% del PIB) para reducir el déficit presupuestario por debajo del 3% del PIB en 2032. Al mismo tiempo, pretendía introducir 30.000 millones de euros en desgravaciones fiscales y buscar ahorros adicionales en el sistema de pensiones. Sin embargo, continuaba la presión política y financiera ante las dificultades para aprobar un presupuesto para 2027 que permitiese reducir el elevado déficit y contener la deuda pública. Pese a la tensión, el Banco de Francia descartaba por el momento la necesidad de intervención del BCE.

Moody's mantenía el rating soberano de Francia en Aa3, condicionado a la aprobación de un presupuesto compatible con la reducción del déficit en 2027. Esto, junto con unas manifestaciones más calmadas durante el fin de semana, daba un balón de oxígeno a la deuda francesa, con la TIR a 10 años alejándose de los máximos de la semana anterior (5,07%) para situarse en el entorno del 4,9%-5% y la prima de riesgo relajándose hacia los 160 puntos básicos. Fitch revisaba la perspectiva del país a negativa, apoyándose no solo en el deterioro de las

cuentas públicas, sino también en el aumento de los costes de financiación, la fragmentación política y el deterioro del clima social.

Las protestas se extendían por distintos puntos del país. El Gobierno imponía toques de queda, desplegaba al ejército y restringía las manifestaciones. El primer ministro, Sébastien Lecornu, reconocía deficiencias en la respuesta de las autoridades, mientras persistía la incertidumbre sobre la aprobación de los presupuestos. Paralelamente, aumentaba la preocupación por un posible contagio de las protestas a otros países europeos, especialmente Italia, Bélgica y Grecia.

China y la UE informaban de avances prácticos y constructivos tras dos días de conversaciones en Pekín, reduciendo la incertidumbre comercial a corto plazo. Ambas partes se comprometían a mantener un diálogo continuo y a favorecer un comercio más equilibrado dentro del marco de la OMC. El principal avance consistía en un acuerdo para limitar las exportaciones chinas de vehículos híbridos y enchufables a la UE. También se anunciaban reducciones arancelarias, avances en licencias para tierras raras y nuevas conversaciones sobre acceso al mercado para dispositivos médicos y productos agrícolas europeos.

La inversión en inteligencia artificial continuaba acelerándose a escala global, con importantes operaciones de financiación en China y Estados Unidos. La fuerte demanda de semiconductores seguía impulsando los resultados de compañías como Samsung y TSMC. Microsoft anunciaba un modelo de IA capaz de funcionar localmente en ordenadores personales, además de nuevos equipos equipados con chips de Nvidia.

No obstante, también comenzaban a surgir señales de presión sobre el sector. Los avances tecnológicos de la china CXMT alimentaban las expectativas de una reducción de la brecha tecnológica y una mayor presión sobre los precios. Microsoft anunciaba asimismo que empezaría a utilizar chips propios de IA, mientras Meta, Anthropic y OpenAI continuaban intensificando la competencia. La creciente intensidad de capital y el flujo cada vez más circular de financiación dentro del sector mantenían abiertas las dudas sobre la rentabilidad futura de la inversión en IA.

La temporada de resultados empresariales comenzaba con un balance generalmente favorable. Los grandes bancos estadounidenses mostraban resultados mixtos, mientras que las compañías vinculadas a la inteligencia artificial seguían superando expectativas. SpaceX, Meta, Super Micro, TSMC y SK Hynix destacaban por la fortaleza de la demanda asociada a la infraestructura de IA. Sin embargo, el mercado penalizaba a varias grandes tecnológicas por el incremento de sus necesidades de inversión y la presión sobre la generación de caja. Alphabet sufría una caída histórica, mientras Amazon e Intel también reaccionaban negativamente tras sus publicaciones.

Anthropic presentaba formalmente su salida a bolsa, reactivando el interés inversor por el sector. Al mismo tiempo, Meta, Broadcom y SpaceX anunciaban nuevas operaciones de financiación de gran tamaño. Sin embargo, el creciente volumen de capital requerido para sostener la carrera tecnológica reforzaba las dudas sobre la sostenibilidad de las valoraciones del sector.

En política monetaria, la Reserva Federal mantuvo sin cambios los tipos de interés en el rango del 3,75%-4%. Aunque el tono seguía siendo prudente, la institución reconocía la fortaleza económica estadounidense y dejaba abierta la puerta a futuras subidas. El mercado elevaba la probabilidad de una subida en diciembre hasta el 85%.

Por su parte, el BCE mantuvo los tipos sin cambios y adoptó un mensaje más equilibrado. Lagarde reconocía haber discutido una subida, pero consideraba que el endurecimiento de las condiciones financieras ya estaba contribuyendo a contener la inflación. La institución seguía atrapada entre la presión al alza de los precios energéticos y el riesgo de que el endurecimiento financiero dañara el crecimiento. La situación francesa continuaba siendo una de las principales preocupaciones para Fráncfort.

El FMI revisaba ligeramente al alza sus previsiones de crecimiento mundial para 2026, hasta el 3,1%, apoyándose en la resistencia de la economía global y en el impulso derivado de la inversión en inteligencia artificial. Sin embargo, advertía de que los riesgos seguían inclinados a

la baja debido a la guerra en Oriente Medio, los elevados precios de la energía, las tensiones fiscales, la fragmentación comercial y la posibilidad de una reevaluación de las expectativas sobre la IA.

En Estados Unidos, la economía seguía mostrando una notable fortaleza. El PIB del tercer trimestre crecía un 3,4% anualizado, impulsado por el consumo y la inversión empresarial, especialmente ligada a la inteligencia artificial. No obstante, la moderación del mercado laboral, el aumento de los inventarios y la desaceleración del gasto al final del trimestre apuntaban a un crecimiento más contenido en los próximos meses. La inflación repuntaba por el efecto de la energía, aunque las presiones subyacentes permanecían relativamente controladas.

En la Eurozona, los indicadores adelantados reflejaban una pérdida de dinamismo, especialmente en Francia, mientras Alemania seguía mostrando señales de recuperación industrial y mejora de la confianza empresarial. La inflación aumentaba hasta el 3,8%, impulsada por el encarecimiento de la energía, aunque la inflación subyacente permanecía relativamente estable.

Alemania destacaba positivamente por la recuperación de la producción industrial, el fortalecimiento del sector manufacturero y la mejora continuada del clima empresarial. Sin embargo, los elevados precios energéticos y la incertidumbre geopolítica seguían representando riesgos relevantes para la consolidación de la recuperación.

En Reino Unido, el crecimiento económico continuaba sorprendiendo positivamente, apoyado en la fortaleza de la manufactura y de los sectores vinculados a la nueva economía digital.

China registraba un crecimiento del 4,5% en el tercer trimestre, superior a lo previsto, gracias al impulso de la producción industrial y las exportaciones. Sin embargo, el consumo interno, la inversión privada y el sector inmobiliario continuaban mostrando una debilidad considerable, manteniendo un patrón de crecimiento desequilibrado y dependiente de la demanda exterior.

Por último, Japón confirmaba la consolidación de las presiones inflacionistas y mantenía un crecimiento razonablemente sólido, reforzando las expectativas de una futura normalización monetaria por parte del Banco de Japón.

En definitiva, el mes dejó un panorama dominado por la convergencia de tres fuerzas: una geopolítica cada vez más inestable, unas tensiones fiscales crecientes en Europa y una inversión masiva en inteligencia artificial cuyo impacto sobre el crecimiento es innegable, pero cuya rentabilidad futura comienza a ser objeto de un escrutinio cada vez mayor por parte de los mercados. ■

OCTUBRE
ANUAL

RENTA VARIABLE

Mundo
MSCI ACWI Net EUR

0,08%
16,97%

Europa
MSCI EUROPE Net EUR

2,15%
11,99%

España
MSCI SPAIN Net EUR

-4,68%
10,94%

EEUU
MSCI USA Net EUR

0,75%
17,03%

Alemania
MSCI GERMANY Net EUR

2,68%
5,74%

Francia
MSCI FRANCE Net EUR

0,06%
0,50%

Emergente
MSCI EMERGING MARKETS Net EUR

-6,44%
19,36%

DEUDA PÚBLICA

Mundo
FTSE WGBI EUR

3,25%
2,43%

Eurozona
FTSE EMU GBI EUR

1,00%
-2,29%

ÍNDICE MONETARIO

FTSE EURODEPOSIT 1 MONTH EUR

0,21% | 1,71%

MERCADO DE DIVISAS

Siempre con respecto al Euro.

Dólar	Yen	Franco suizo	Libra esterlina	Oro	Materias primas (RJ/RBC Index Total Return (USD))
1,24%	0,71%	3,10%	2,25%	-6,27%	1,80%
4,76%	4,05%	1,32%	4,40%	-6,81%	48,74%

PERSPECTIVAS PARA LOS PRÓXIMOS MESES

La última semana dejaba señales difíciles de ignorar. El Nasdaq 100 llegaba a situarse un 9,1% por debajo de su máximo del 6 de octubre, rozando el territorio de corrección. Alphabet sufría una de sus peores sesiones bursátiles tras decepcionar con la evolución de su negocio principal y encadenar un segundo trimestre de flujo de caja libre negativo. S&P Global Ratings revisaba a negativa la perspectiva crediticia de Meta. Y OpenAI, la empresa que mejor simboliza la revolución de la IA se enfrentaba a una ronda de financiación significativamente inferior a las expectativas que rodeaban la operación hace apenas unas semanas. Por separado, ninguno de estos acontecimientos sería especialmente preocupante. Juntos, sugieren que algo está cambiando.

Existe una figura casi legendaria en los mercados financieros: los bond vigilantes, los vigilantes de los bonos. La expresión fue popularizada en los años ochenta por Ed Yardeni para describir a los inversores que disciplinan a gobiernos y empresas cuando perciben excesos. No son reguladores, ni bancos centrales, ni agencias de calificación. Simplemente exigen una rentabilidad mayor para prestar dinero. Y cuando el precio del capital aumenta, los planes más ambiciosos empiezan a encontrarse con sus límites.

Durante años se asumía que las limitaciones de la IA serían los chips, la energía o los centros de datos. Hoy empieza a emerger otro cuello de botella: el capital. Los grandes hiper escaladores tecnológicos emitieron aproximadamente 108.000 millones de dólares en bonos durante 2025 y más de 56.000 millones adicionales en los primeros meses de 2026 para financiar infraestructura relacionada con la IA. Esa dependencia de financiación externa ha dejado de ser una cuestión secundaria. Se ha convertido en la cuestión central.

Incluso compañías con



acceso privilegiado al capital están descubriendo que los inversores son hoy mucho más selectivos respecto al tamaño de las rondas, las valoraciones y el ritmo de despliegue de recursos. Según las últimas informaciones, OpenAI habría obtenido compromisos por unos 11.000 millones de dólares en una primera fase de su última ronda de financiación, muy por debajo de los 30.000 millones inicialmente buscados, mientras seguiría explorando vías para ampliar la captación de fondos.

Al mismo tiempo, los mercados empiezan a prestar más atención a los flujos de caja que a las promesas. La pregunta ya no es si la inteligencia artificial transformará la economía. La mayoría de los inversores sigue creyendo que lo hará. La cuestión es si los retornos llegarán con la rapidez suficiente para justificar un esfuerzo inversor sin precedentes.

Por eso resultan tan relevantes las declaraciones recientes del presidente de la Fed, Kevin Warsh. Sin cuestionar el potencial transformador de la inteligencia artificial, el presidente de la Reserva Federal recordaba que tampoco este sector puede escapar completamente a la lógica del coste del capital. Introducía así un matiz que hasta hace poco apenas aparecía en el debate: la expansión de la IA tampoco está aislada de las restricciones del sistema financiero.

Si la IA está descubriendo los límites financieros del capital privado, Francia está descubriendo los límites financieros del capital público. La deuda pública francesa se sitúa en torno al 116% del PIB y Fitch Ratings estima que podría acercarse al 124% en 2028. El déficit sigue claramente por encima de los límites europeos y el coste de financiación del Estado ha aumentado de forma significativa. Pero el problema francés ya no es únicamente financiero.

La reciente decisión de Fitch Ratings de revisar la perspectiva del país a negativa se apoyó no solo en el deterioro de las cuentas públicas, sino también en el aumento de los costes de financiación, la fragmentación política y el deterioro del clima social. Por su parte, Moody's mantiene una perspectiva igualmente negativa. Lo verdaderamente llamativo es que mercados, agencias de rating y acontecimientos políticos empiezan a señalar simultáneamente el mismo problema.

El desafío para el gobierno francés ya no consiste únicamente en convencer a los inversores. Consiste en demostrar que existe capacidad política para aprobar un presupuesto creíble y estabilizar la trayectoria de la deuda. Cuanto más se retrase esa respuesta, mayor será el riesgo de que un problema financiero termine convirtiéndose en una crisis política.

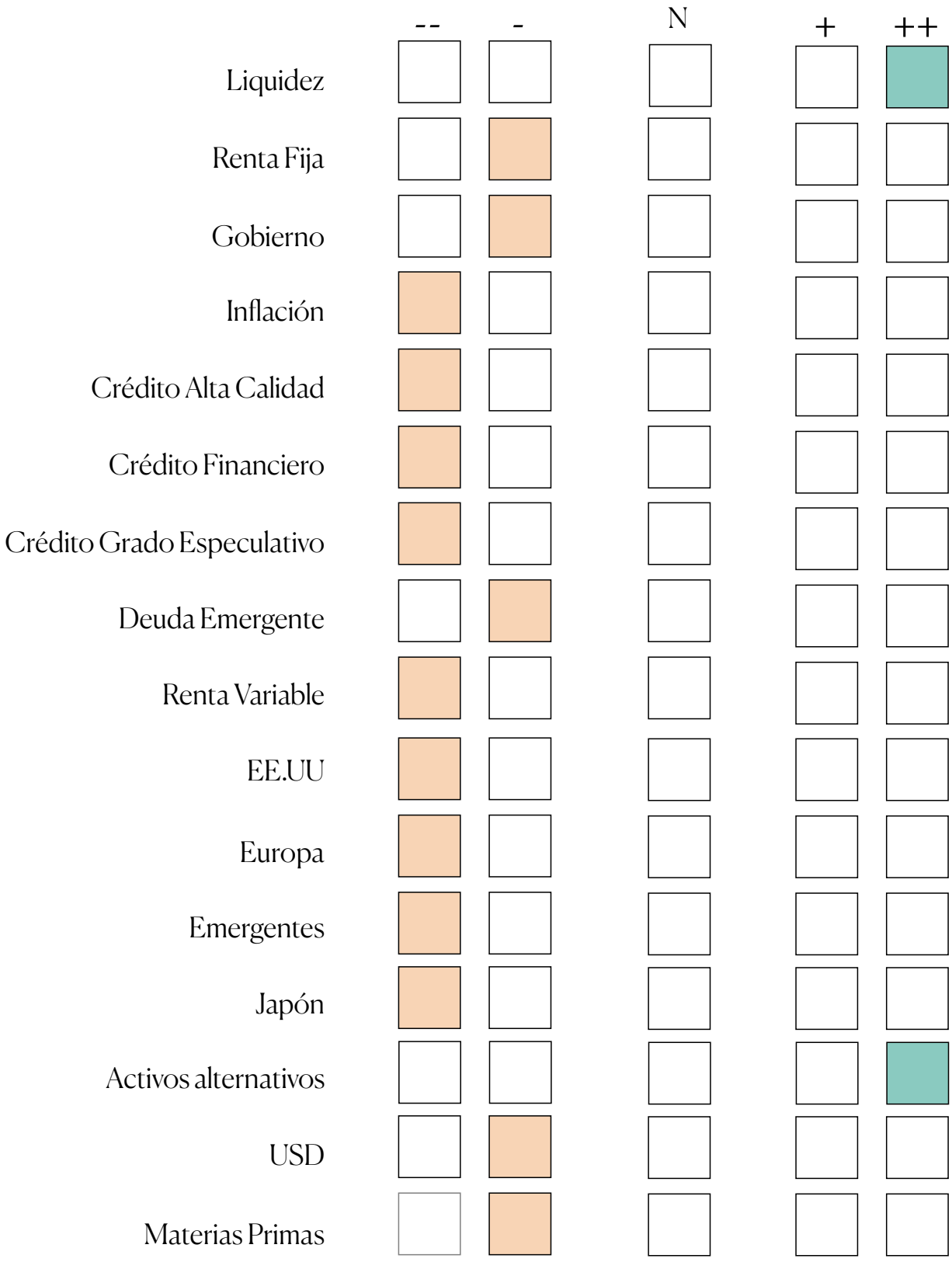
La duda, en estos momentos, no es si habrá ajuste. El ajuste ya ha comenzado. En la inteligencia artificial, los inversores empiezan a preguntarse si los retornos justificarán un esfuerzo inversor sin precedentes. La pregunta más importante de los mercados ya no es cuánto va a crecer la inteligencia artificial. La pregunta es quién va a financiarla y durante cuánto tiempo. En Francia, la cuestión es si existe capacidad política para corregir una trayectoria fiscal cada vez más preocupante.

Durante años, los mercados actuaban como si siempre hubiera más capital disponible para financiar la siguiente gran promesa: más centros de datos, más deuda, más inversión, más déficit público. Hoy esas premisas están siendo cuestionadas. Esa es, en esencia, la función de los vigilantes de los bonos. Hay que recordar que la realidad financiera acaba imponiéndose incluso a las narrativas más seductoras.

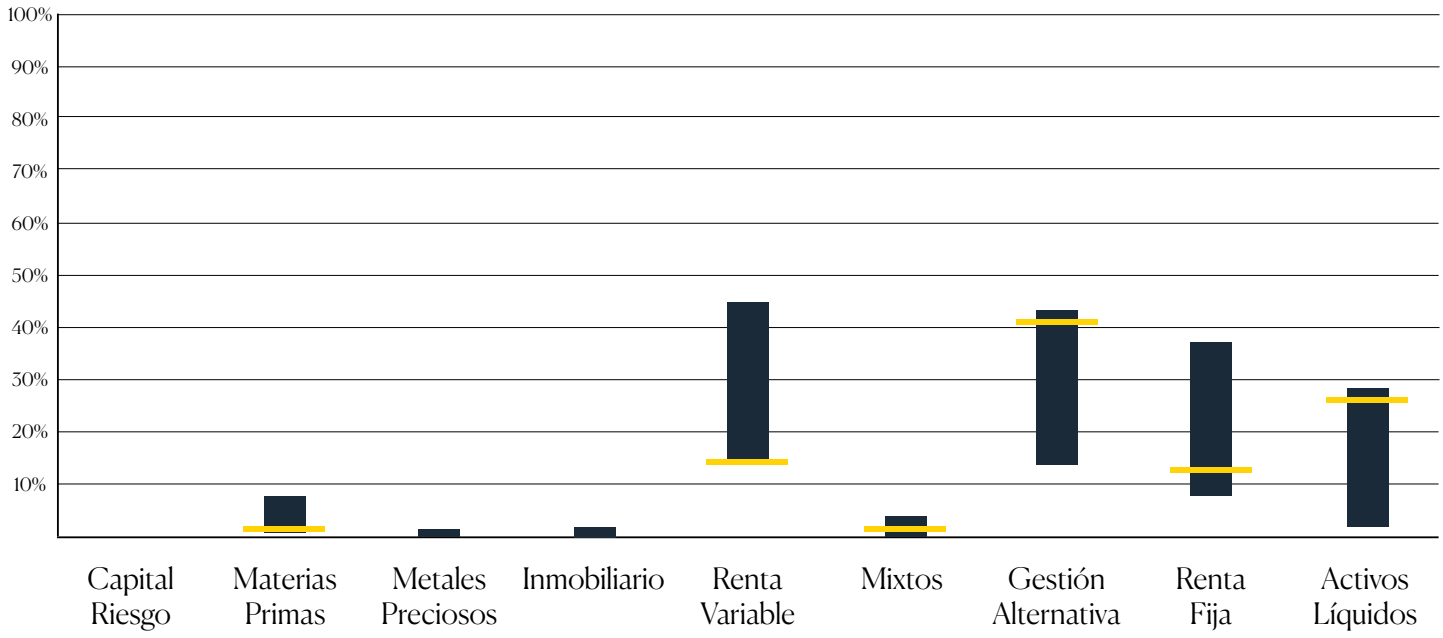
Lo que hace unos meses era una advertencia confinada al mercado de deuda aparece ahora en las acciones, en las rondas de financiación privadas, en las agencias de rating y en la política. Los vigilantes de los bonos rara vez provocan las crisis. Pero suelen ser los primeros en detectar cuándo se está agotando la paciencia de quienes las financian. Y esa paciencia parece hoy mucho más limitada de lo que inversores, empresas y gobiernos habían llegado a asumir.

La gran incógnita es si estamos asistiendo a una corrección saludable o al comienzo de algo más profundo. El escenario benigno es una desaceleración ordenada: menos excesos de inversión, una asignación más eficiente del capital y una consolidación fiscal gradual. El menos benigno es que el endurecimiento de las condiciones financieras termine afectando a la inversión, al crecimiento y a la economía real. ■

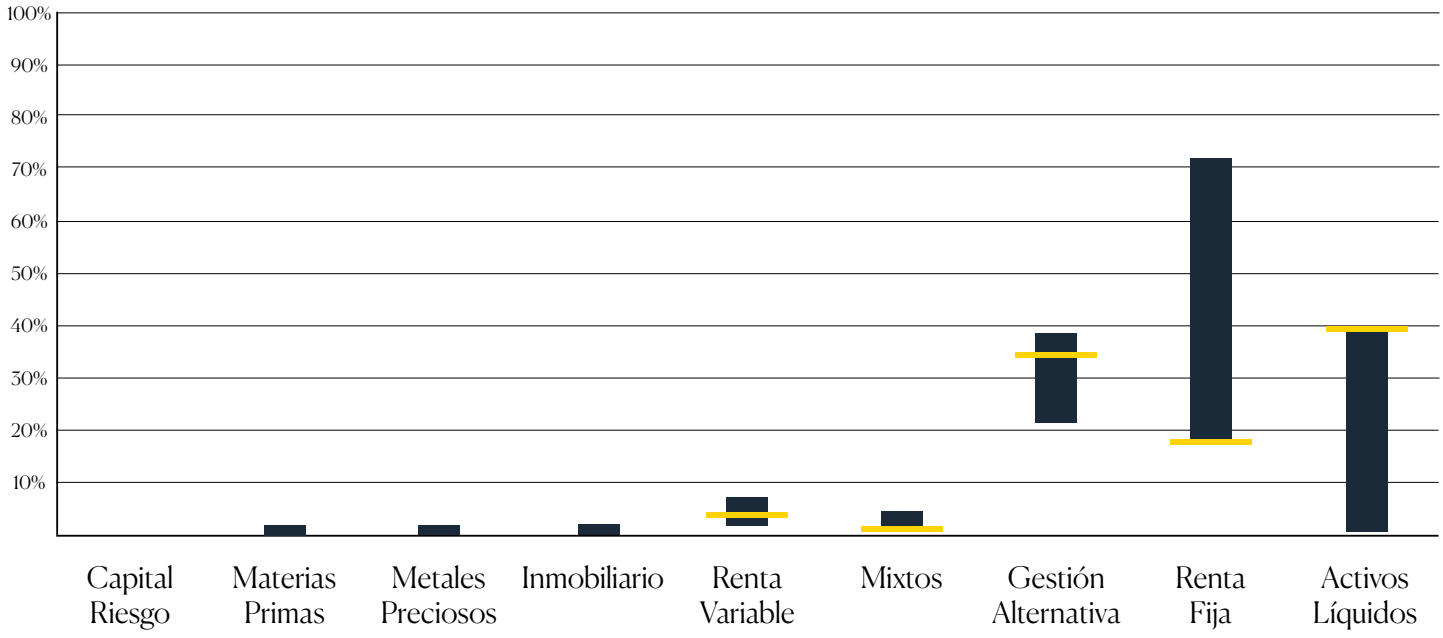
NUESTRAS APUESTAS



ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE RIESGO



ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE BAJO RIESGO



OPERACIONES DE LAS CARTERAS

ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE BAJO RIESGO

En la Estrategia de Activos de Bajo Riesgo, a principios de mes, ante la subida de la rentabilidad de los bonos, redujimos riesgo en esta estrategia, saliendo en su totalidad de los siguientes fondos: PIMCO GIS MLP Energy Infrast Inst Hdg EUR, YIS MSCI EMU Universal Acc EUR y BNY Mellon Abs Ret Glob Convertible EUR. Por otra parte, con la subida del dólar deshicimos coberturas y entramos en crecimiento frente a valor que estaba teniendo un mejor comportamiento. Así, salimos en su totalidad del fondo JPM Global Value Fund Acc Hedged EUR y entramos en el fondo JPM Funds Global Growth Fund Acc EUR. También salimos en su totalidad del fondo BSF Emerging Short Durat Bond Hedged EUR y entramos un 1,5% en el fondo YIS 1-3 Year US Government Bond EUR. Asimismo, y debido al buen comportamiento relativo del fondo, entramos un 1% más en el fondo BlackRock Sys Asia Pacific Total Ret H, entramos un 1% en España a través del fondo Fidelity Iberia Fund Acc y, debido al mal comportamiento relativo de los fondos, salimos: un 1% del fondo BSF Systematic Style Factor Fund Hd EUR, un 2,5% del fondo JPMorgan Europe Equity Absol Alpha Perf y, en su totalidad, del fondo Cartesio Funds Income Z. Del mismo modo, diversificamos gestión alternativa futuros gestionados entrando un 1% en un nuevo fondo: IMGP - DBI Managed Futures EUR HDG ACC. Asimismo, entramos un 2% en tecnología, con sesgo quality, a través del fondo DNB Fund Technology Institutional EUR.

A mediados de mes, ante la caída de la inteligencia artificial y el bono francés, entramos en el bono alemán, que está actuando como refugio, a través del fondo iShares Ultra High Qual Gov Bond Acc EUR. Por otra parte, entramos en un nuevo fondo de gestión alternativa, un fondo con posiciones cortas y largas en compañías de los sectores de tecnología y telecomunicaciones, el fondo DNB TMT Long/Short Equities Inst EUR y salimos en su totalidad del fondo JPMorgan Europe Equity Absol Alpha Perf, por su mal comportamiento relativo, entrando en el fondo JPM Global Equity Absolute Alpha Hdg EUR y, por el mismo motivo, salimos un 2% del fondo Morgan Stanley Emerging Debt Opp.EUR y, en su totalidad, de los fondos YIS 3-5 Year EMU Government Bond EUR, YIS 3-5Y Italian Gov Bd EUR y JPM Funds Global Growth Fund Acc EUR. Asimismo, continuamos aumentando la exposición al bono alemán, entrando un 4% más en el fondo iShares Ultra High Qual Gov Bond Acc EUR y entramos un 1% en el fondo DWS Invest ESG Qi LowVol World EUR, fondo de renta variable global que invierte en grandes empresas y que tiene una mayor estabilidad en momentos de corrección de los mercados.

A final de mes y con el fin de diversificar el porcentaje que tenemos en monetario, entramos un 10% en cada uno de los siguientes fondos: Groupama Entreprises y Groupama Trésorerie Acc EUR. Asimismo, y para reducir riesgo de mercado salimos en su totalidad del fondo DNB Fund Technology Institutional EUR.■

OPERACIONES DE LAS CARTERAS

ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE RIESGO

En la Estrategia de Activos de Riesgo, a principios de mes y por los mismos motivos que en la estrategia de activos de bajo riesgo, salimos en su totalidad de los siguientes fondos: PIMCO GIS MLP Energy Infrast Inst Hdg EUR, YIS MSCI EMU Universal Acc EUR y BNY Mellon Abs Ret Glob Convertible EUR y redujimos un 1% la exposición al fondo Goldman Sachs Eurozone Equity In Cap EUR. Asimismo, salimos en su totalidad del fondo JPM Global Value Fund Acc Hedged EUR y entramos en el fondo JPM Funds Global Growth Fund Acc EUR, salimos en su totalidad del fondo BSF Emerging Short Durat Bond Hedged EUR y entramos, un 1,5%, en el fondo YIS 1-3 Year US Government Bond EUR y, debido al buen comportamiento relativo del fondo, entramos un 1% más en el fondo BlackRock Sys Asia Pacific Total Ret H. Por otra parte, aumentamos un 1% la exposición a España a través del fondo Fidelity Iberia Fund Acc y, ante la victoria de Bolsonaro en la primera vuelta de las elecciones en Brasil y la subida del mercado brasileño, entramos un 1% en el fondo DWS Invest Brazilian Equities. Del mismo modo y al igual que en la estrategia de activos de bajo riesgo, redujimos la exposición a los fondos con peor comportamiento relativo. Así salimos un 3,5% del fondo JPMorgan Europe Equity Absol Alpha Perf, un 2% del fondo BSF Systematic Style Factor Fund Hd EUR, un 1% del fondo Schroder ISF Emerging Europe Accum EUR y salimos en su totalidad del fondo JPM Euroland Dynamic Fund Perf Acc EUR. Diversificamos la exposición a gestión alternativa futuros gestionados entrando, un 2% en el fondo IMGP - DBI Managed Futures EUR HDG ACC y entramos un 3,5% en el sector de tecnología, sesgo quality, a través del fondo DNB Fund Technology Institutional EUR. Asimismo, salimos un 1% del fondo MAN Japan CoreAlpha Eq Class EUR y entramos un 1% en el fondo YIS MSCI Japan Universal Z Acc EUR, que está teniendo un mejor comportamiento que el fondo de MAN. Aumentamos un 0,5% la exposición a los siguientes fondos: Fidelity Nordic Fund Acc EUR y JPM Global Natural Resources Acc EUR debido al buen comportamiento relativo de los mismos.

A mediados de mes, y por los mismos motivos que en la estrategia de activos de bajo riesgo, entramos un 2% en el bono alemán a través del fondo iShares Ultra High Qual Gov Bond Acc EUR. Por otra parte, salimos en su totalidad del fondo Magallanes Value UCITS Iberian Equity y también del fondo JPMorgan Europe Equity Absol Alpha Perf para entrar en el fondo JPM Global Equity Absolute Alpha Hdg EUR que está teniendo un mejor comportamiento relativo. También redujimos en un 2% la exposición al fondo MS Emerging Debt Opp EUR. Además, aumentamos un 2% más la exposición en el fondo Pictet TR-Sirius EUR y entramos un 2% en un nuevo fondo de gestión alternativa con posiciones cortas y largas en compañías de los sectores de tecnología y telecomunicaciones, el fondo DNB TMT Long/Short Equities Inst EUR. Asimismo, continuamos aumentando exposición al bono alemán entrando, un 4% más en el fondo iShares Ultra High Qual Gov Bond Acc EUR, salimos, en su totalidad del fondo JPM Funds Global Growth Fund Acc EUR y, entramos, un 2,5% en el fondo DWS Invest ESG Qi LowVol World EUR, fondo de renta variable global que invierte en grandes empresas y que tiene una mayor estabilidad en momentos de corrección de los mercados.

A final de mes y con el fin de diversificar el porcentaje que tenemos en monetario, entramos un 6% en cada uno de los siguientes fondos: Groupama Entreprises y Groupama Trésorerie Acc EUR. Asimismo, y para reducir riesgo de mercado salimos un 2% de los fondos DNB Fund Technology Institutional EUR.■

CÓMO SE HAN COMPORTADO LAS CARTERAS

PBI
ÍNDICE

ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE RIESGO

	1m	2026	1Y	3Y
RENTABILIDAD	-0,82% -0,59%	7,11% 14,32%	8,21% 17,31%	31,35% 85,26%
RIESGO (VOLATILIDAD)			3,81% 9,99%	4,49% 9,89%

Índice de Referencia Estrategia de Activos de Riesgo:

1/2 MSCI All Country World Index ACWI NR + 1/4 MSCI Europe Index NR + 1/4 MSCI Spain Index NR

ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE BAJO RIESGO

	1m	2026	1Y	3Y
RENTABILIDAD	-0,19% 1,13%	2,28% 0,27%	2,93% -0,20%	16,35% 6,98%
RIESGO (VOLATILIDAD)			1,63% 2,44%	1,77% 2,71%

Índice de Referencia Estrategia de Activos de Bajo Riesgo:

1/5 FTSE World Government Bond Index+ 2/5 FTSE EMU Government Bond Index + 2/5 FTSE Eurodeposit 1M

PBI

INFORMACIÓN DETALLADA SEMANA A SEMANA

mes de octubre

PRIMERA SEMANA

El conflicto en Oriente Medio sigue condicionando los mercados.



La primera semana, a caballo entre septiembre y octubre, en EEUU el mercado estuvo atento a los datos de inflación, la evolución del mercado laboral y la tensión en los mercados de deuda, y culminaba el viernes con un informe de empleo de septiembre que mostraba datos peores de lo previsto. En deuda, la persistencia de los costes energéticos por el conflicto en Oriente Medio, el deterioro fiscal y el exceso de emisiones mantenían la presión. Asimismo, la evolución del conflicto en Oriente Medio continuaba condicionando a los mercados. El IBEX bajaba un 3,12% y el Euro Stoxx bajaba un 1,02%. El S&P 500 bajaba un 0,27%, el NASDAQ subía un 0,45%. La rentabilidad del bono americano a 10 años subía 11,7pb en la semana, a 4,277%. La rentabilidad del bono alemán a 10 años bajaba 14,4pb, a 3,4556%. En divisas, el euro se depreciaba un 1,21% frente al dólar, a $1,12507. El precio del oro se depreciaba un 3,34%, a $4.143,8. El Brent finalizaba la semana con una subida, de 5,11%, a $102,61. Tras la fuerte subida a comienzos de semana, con el Brent superando los 107$/b, el crudo se relajaba a medida que avanzaban las sesiones ante la mayor normalización de los flujos de petróleo en Oriente Medio. Continuaba además la preocupación sobre el diésel, con EEUU presionando a los países europeos para que liberasen parte de sus reservas estratégicas, mientras China cerraba sus exportaciones de productos petrolíferos.

Nvidia anunciaba un plan de recompra de acciones de $150 millardos para calmar las dudas sobre los retornos de las inversiones en IA. Por su parte, Anthropic continuaba con los preparativos para su salida a bolsa. Por otro lado, Trump anunciaba que las compañías tecnológicas aceptarían estándares voluntarios de seguridad y auditorías independientes, mientras OpenAI retrasaba el lanzamiento de su nuevo modelo tras no superar las evaluaciones de seguridad. En China, DeepSeek y Huawei avanzaban en el desarrollo de un ecosistema propio que bus-

caría reducir la dependencia de Nvidia. Finalmente, el Banco de Inglaterra alertaba de los riesgos de una posible corrección del boom de la IA, mientras Micron confirmaba la fortaleza de la demanda de chips de memoria, aunque rebajaba sus guías de márgenes.

Cundían las dudas sobre el fin del conflicto entre EEUU e Irán, después de que Trump rechazara la última propuesta iraní. Hacia el final de la semana, el foco se desplazaba también a la recuperación de los flujos de petróleo desde el Golfo, con estimaciones dispares sobre su normalización y nuevas tensiones en el estrecho de Ormuz. En paralelo, el envío de tropas y medios por parte de EEUU volvía a elevar la preocupación, mientras la tensión se trasladaba del crudo a los derivados, con China reduciendo sus exportaciones de combustibles y Trump amenazando con restringir las exportaciones de diésel a Europa.

Se empezaban a ver avances en la extensión de la tregua comercial entre EEUU y China pactada en la reunión de presidentes. Ambos gobiernos anunciaban que buscarán reducir los aranceles sobre los bienes que comercian. En el marco del Consejo de Comercio, el representante de EEUU anunciaba que habían acordado que se aplique un trato arancelario más favorable a un volumen de bienes no sensibles importados por cada país valorado en $30 millardos. Lo que, según EEUU facilitaría un mejor acceso al mercado para en torno al 30% de las exportaciones a China. No obstante, no estaría muy claro el alcance de las reducciones y el calendario de implantación. Según una lista de la Casa Blanca, China plantearía la reducción de aranceles en una amplia selección de productos agrícolas, pero excluiría la soja, mientras que Pekín buscaría reducir aranceles sobre pescado y marisco, madera, cosméticos y dispositivos médicos estadounidenses. En otra lista de Washington en el marco de reducciones arancelarias, figuraban reducciones para bienes de consumo chinos y pequeños electrodomésticos. Adicionalmente, ,según un comunicado de la Casa Blanca, la cumbre daba como resultado el compromiso chino a comprar 10 millones de toneladas métricas de carbón anuales a EEUU entre 2027 y 2028.

Trump daba a conocer los planes para que Corea del Sur invirtiese en torno a $200 millardos en proyectos estadounidenses dentro del paquete de inversión estratégica de $350 millardos. Entre las inversiones, destacaba la construcción de ocho centrales nucleares, una planta de generación de energía en Texas y un gaseoducto de $54 millardos para un proyecto de GNL en Alaska.

Las expectativas de una nueva subida de tipos de la Fed en la reunión de octubre se reducían notablemente a lo largo de la semana, después de que varios miembros de la Fed, como Jefferson o Kashkari, apuntaban a la necesidad de contar con más datos antes de volver a realizar ajustes. A ello se sumaba el débil informe de empleo. Así, el mercado reducía la probabilidad de una subida en octubre a menos del 20%, frente a más del 25% antes del dato, aunque seguía descontando con una probabilidad cercana al 90% un nuevo movimiento antes de final de año.

Según el gobernador del BCE, Escrivá, el persistente aumento de los rendimientos de los bonos mundiales y los altos precios de la energía se encuentran entre las principales preocupaciones para el BCE. Añadía que los tipos de interés aún no eran lo suficientemente altos como para restringir el crecimiento económico, pero el aumento de los rendimientos podría ejercer presión al alza sobre los tipos, mientras que los altos precios de la energía podrían desencadenar peligrosos efectos inflacionarios de segunda ronda. Al BCE le preocupa que puedan surgir efectos de segunda ronda, a los que deberían anticiparse con una postura de política monetaria más restrictiva. En general, la declaración reforzaba las expectativas de un mayor endurecimiento de la política monetaria por parte del BCE.

En EEUU, el informe de empleo decepcionaba mostrando una creación de 29 mil nóminas no agrícolas, por debajo de las 89 mil esperadas. Las cifras de los dos meses anteriores se revisaban a la baja en un total de 60 mil. La tasa de desempleo aumentaba al 4,2%, principalmente porque la tasa de participación en la fuerza laboral subía del 61,6% al 61,8%. La desaceleración del crecimiento del empleo reflejaba la disminución de las nóminas en el gobierno, la información, los servicios profesionales y empresariales, y las actividades financieras. Por el contrario, la atención médica, la construcción, la manufactura y el ocio y la hostelería añadían puestos de trabajo. La cautela de los empleadores puede reflejar el aumento de los costes. Los salarios avanzaban un 0,1% mensual y un 3,0%

interanual, por debajo de lo previsto. En conjunto, la actividad mantenía un buen ritmo, mientras que el mercado laboral mostraba cierta moderación y la inflación subyacente se contenía. El debilitamiento del mercado laboral también podría explicar en parte la muy moderada confianza del consumidor.

En EEUU, la inflación medida por el deflactor de los gastos de consumo personal, PCE, aumentaba un 0,3% en agosto, a una tasa anual del 3,4%, mientras que el PCE subyacente aumentaba un 0,2 %, y un 3,0 % anual. Ambas lecturas estuvieron por debajo de las expectativas del mercado, y los datos de los meses anteriores se revisaban a la baja drásticamente. En general, la inflación se estaría desacelerando claramente, aunque se mantendría muy por encima del objetivo de la Fed. Los ingresos personales aumentaban un 0,2%, mientras que el gasto subía un 0,9% después de que los sueldos y salarios se revisaran al alza considerablemente. La lectura final del crecimiento del PIB del segundo trimestre también se revisaba al alza al 2,2 %, desde el 1,5 %, lo que reflejaba un consumo más fuerte y un deflactor del PIB más bajo. Por lo tanto, la resiliencia del PIB se apoyaba no solo en la inversión estable sino también en un consumo robusto.

En EEUU, el índice de confianza del consumidor del Conference Board caía de 88,6 en agosto a 81,9 en septiembre. El índice de situación actual descendía de 117,2 a 109,3, lo que podría reflejar precios de la energía más altos, mientras que el índice de expectativas se moderaba de 69,5 a 63,6, un deterioro menos pronunciado. Los datos subyacentes revelaban divergencias sorprendentes: los consumidores mayores se volvían más pesimistas que los grupos más jóvenes, mientras que el sentimiento en los estados costeros caía mucho más bruscamente que el promedio nacional, con California cayendo de 96.5 a 62.4 y Nueva York de 101.7 a 87.3. Aunque los precios de la energía dominaban los titulares, todas las categorías principales se debilitaban, desde las condiciones comerciales y la asequibilidad hasta las expectativas de ingresos futuros. En general, los consumidores se han vuelto claramente más pesimistas sobre las perspectivas.

En la Eurozona, se observaba una mejora gradual de la actividad, especialmente en el sector manufacturero, aunque acompañada de un repunte de las presiones inflacionistas. Los PMI manufactureros se mantenían en terreno expansivo en España (51,0), Italia (50,4), Alemania (53,9) y el conjunto de la eurozona (52,9). Además, el paro registrado aumentaba en septiembre en 23.600 personas, algo más de lo previsto. En Alemania, las ventas minoristas recuperaban terreno en agosto (+1,3% mensual), aunque quedaban ligeramente por debajo de las estimaciones.

En la Eurozona, para el conjunto de la Eurozona, el IPC se aceleraba hasta el 3,8%, frente al 3,2% anterior, aunque la inflación subyacente se mantenía más contenida en el 2,5%. Los datos de inflación de varios países sugerían que el nivel actual de los tipos de interés podría no marcar el final del ciclo de endurecimiento monetario del BCE. Al igual que en Francia e Italia, la inflación en Alemania aumentaba mucho más bruscamente de lo esperado. Se incrementaba hasta el 3,3% en septiembre de 2026, frente al 2,9% del mes anterior. La buena noticia era que el aumento de la inflación se debía principalmente a los precios de la energía. Los precios de la energía subían un 14,9%, con la gasolina, el diésel y el gasóleo de calefacción particularmente caros. Mientras tanto, los precios de los alimentos aumentaban solo un 0,4%, mientras que el tipo subyacente se mantenía sin cambios en el 2,4%. Actualmente no habría indicios de que las presiones inflacionarias subyacentes se estén ampliando. En España destacaba el repunte del IPC hasta el 4,9% interanual, por encima del 4,6% esperado, mientras la inflación subyacente alcanzaba el 3,1%.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre se revisaba en 0,1 puntos porcentuales hasta el 0,5% trimestral, elevando el crecimiento anual a un máximo de cinco trimestres del 1,4%. El crecimiento era liderado por los servicios (+0,6%), con sectores relacionados con la tecnología particularmente fuertes, ya que la producción de información y comunicaciones aumentaba un 2,5%. La manufactura aumentaba un 0,5%, respaldada totalmente por los productos farmacéuticos, mientras que la construcción se expandía un 0,8%. En el lado del gasto, el consumo de los hogares aumentaba un 0,3%, respaldado por un aumento del 1,0% en los ingresos reales en lugar de una disminución del ahorro, con una tasa de ahorro que subía ligeramente hasta el 8,8%. La inversión empresarial resultaba sobresaliente, aumentando un 1,8% trimestral y un 5,2% interanual, lo que sugería una mayor confianza empresarial de lo que

se pensaba anteriormente. Un fuerte repunte en las exportaciones también hacía que el comercio neto contribuyera con 0,8 puntos porcentuales al crecimiento. Como en crisis anteriores, los economistas y los mercados reaccionaban al principio con pesimismo ante el estallido del conflicto en Oriente Medio. Sin embargo, la economía global ha mostrado una resiliencia impresionante en medio de la incertidumbre geopolítica, lo que también se aplica al Reino Unido: datos sólidos del segundo trimestre, especialmente debido a un aumento en la inversión empresarial, y un impulso sólido que se extiende al tercer trimestre.

En China, los PMI de septiembre volvían al crecimiento. El PMI manufacturero oficial NBS subía a 50,1 en septiembre desde 49,8 en agosto, volviendo a la expansión por primera vez en tres meses. La mejora era impulsada por la producción, que subía a un máximo de 2026 de 51,7, mientras que los nuevos pedidos bajaban ligeramente a 50,5 y el empleo se debilitaba a 48,4. Los nuevos pedidos de exportación se mantuvieron en general estables en 50,0. Las presiones sobre los precios se fortalecían considerablemente: los precios de los insumos subían a 60,8 y los precios a puerta de fábrica a 54,0, lo que refleja mayores costes de energía y materias primas. El PMI no manufacturero aumentaba más de lo esperado a 50,2 desde 49,0, respaldado por recuperaciones tanto en servicios como en construcción. Los servicios subían a 50,2, mientras que la construcción repuntaba a 50,3 a medida que se disparaban las interrupciones forzosas relacionadas con el clima.

En China, el PMI manufacturero de RatingDog, más orientado a la exportación, se fortalecía a 52,1 desde 51,5, por encima del consenso. Los nuevos pedidos subían a 53,4, la producción a 53,6 y los nuevos pedidos de exportación a 53,8, mientras que el empleo subía a 50,5. Los costes de los insumos aumentaban, pero los fabricantes solo aumentaban ligeramente los precios de venta. El PMI de servicios subía ligeramente a 51,6 desde 51,4, respaldado por nuevos negocios y pedidos de exportación más firmes, aunque el empleo se desaceleraba y los precios de venta caían. En general, la mejora generalizada en las encuestas de septiembre indica un crecimiento ligeramente mejor en el tercer trimestre, aunque el empleo débil y la brecha entre los precios de los insumos y los productos apuntarían a una presión continua sobre la demanda interna y los márgenes corporativos.

En China, la reunión del Consejo de Estado mostraba una mayor urgencia por acelerar el apoyo político y la emisión de bonos para impulsar el crecimiento. La reunión del Consejo de Estado de China del 28 de septiembre señaló una mayor urgencia por apoyar el crecimiento y cumplir con la meta de crecimiento anual de este año. La inversión debe seguir siendo el principal canal de apoyo a corto plazo. Se solicitó a las autoridades que prepararan proyectos de alta calidad, fomentaran la inversión privada, aseguraran terrenos y financiación, y agilizaran las aprobaciones, al tiempo que modernizaban los antiguos embalses y depósitos de grano. La reunión también abogó por estabilizar el mercado inmobiliario y apoyar el crecimiento del empleo y los ingresos. La caída de los precios de la vivienda y el débil crecimiento salarial siguen frenando la confianza de los hogares y la demanda interna.

En Japón, las ventas minoristas se debilitaban a medida que se desvanecía el impulso de los bienes duraderos. Las ventas minoristas de Japón caían un 1,2% en agosto, por debajo de las expectativas y apuntando a una moderación en el gasto del consumidor después del fuerte aumento de bienes duraderos en el segundo trimestre. Las ventas ahora habrían bajado un 4,7% anualizado en los últimos tres meses. La caída era generalizada, impulsada por ventas más débiles de electrodomésticos y automóviles a medida que la demanda de reemplazo y el apoyo de las políticas se desvanecían. De manera alentadora, el gasto en bienes no duraderos demostraba ser más resistente, lo que sugería que las ganancias salariales y de ingresos estarían amortiguando el impacto de los precios más altos. De cara al futuro, el clima adverso plantea un riesgo a la baja a corto plazo, mientras que la inflación persistente de alimentos y bienes podría presionar aún más el poder adquisitivo de los hogares y la confianza del consumidor.

En Japón, la producción industrial caía inesperadamente un 1,7% en agosto, muy por debajo de las expectativas y el propio pronóstico de los fabricantes de un aumento del 6,4%, lo que probablemente reflejaría interrupciones temporales por el terremoto de Kumamoto y las fuertes lluvias. A pesar de los datos económicos débiles, las empresas esperaban que la producción se recuperase, con una proyección de aumento del 3,2%

mensual en septiembre tras una fuerte revisión al alza. Se observaba que la recuperación de las interrupciones en el suministro provocadas por el conflicto en Oriente Medio y la continua reconstrucción de inventarios respaldarían la actividad hasta fin de año, con una producción que aún registra un aumento anualizado del 6,0% en los últimos tres meses. La producción automotriz caía un 6,8%, mientras que la producción tecnológica se mantenía débil. Por el contrario, los envíos de maquinaria de producción y bienes de capital básicos aumentaban, lo que apuntaría a una demanda de inversión empresarial resiliente. Los planes de producción de los fabricantes apuntaban a un crecimiento continuo en maquinaria de producción y electrónica, en consonancia con la demanda sostenida de inversión relacionada con la IA y los centros de datos, y que respaldaría la recuperación general. Si bien se espera que la producción en el sector de equipos de transporte aumente hasta octubre, la recuperación proyectada es pequeña en comparación con los recortes de producción observados entre julio y septiembre. Esto sugiere que los fabricantes de automóviles podrían tardar en recuperar la producción perdida, lo que podría afectar la producción industrial hasta fin de año. Esto respalda la visión de una economía japonesa resiliente en general, pero con una ligera desaceleración del crecimiento en el tercer trimestre.■

SEGUNDA SEMANA

La inversión en IA sigue acelerándose a nivel global.



En la segunda semana destacaba la evolución del conflicto en Oriente Medio, con EEUU e Irán manteniendo conversaciones para poner fin al conflicto, aunque todavía con importantes discrepancias. Por otro lado, el mercado estaba atento a la publicación de las actas de la Fed. En España, se adelantaban las elecciones al 29 de noviembre, inicialmente previstas para 2027. El IBEX bajaba un 0,27% y el Euro Stoxx bajaba un 1,04%. El S&P 500 subía un 1,15%, el NASDAQ subía un 0,64%. Se moderaban las expectativas de subidas en Bancos Centrales en la reunión de octubre. La rentabilidad del bono americano a 10 años bajaba 3,5pb, a 5,242%. La rentabilidad del bono alemán a 10 años subía 1,1pb, a 3,4669%. En Europa, el mejor comportamiento lo tenía la deuda italiana, que bajaba 8pb en la semana a 4,53%, tras haber sufrido sus referencias el contagio de la tensión en Francia. El mercado primario europeo se veía afectado por la persistencia en la liquidación global en los mercados de deuda, junto con la ampliación de los diferenciales de crédito. En divisas, el euro se depreciaba un 0,46% frente al dólar, a $1,11984. El precio del oro subía un 1,14%, a $4.191. En el petróleo, el barril Brent subía un 1,89%, a $104,54 pese a las declaraciones de Trump de que no atacaría a Irán antes de las elecciones de primeros de noviembre y apuntando que las conversaciones con Irán estaban siendo productivas.

La tensión continuaba condicionando los mercados energéticos, con el petróleo a 104,8 $/barril ante el aumento de los ataques a buques e infraestructuras en el Golfo Pérsico. No obstante, la recuperación de los flujos de crudo y la liberación de reservas del G7 habrían aliviado parcialmente la preocupación por el suministro. Trump descartaba nuevos ataques antes de las elecciones de tres de noviembre, en un contexto de creciente descontento por el impacto económico de la guerra.

La inversión en IA continuaba acelerándose a nivel global, con importantes operaciones de financiación en China (DeepSeek y Moonshot AI) y EE. UU. (SpaceX y Broadcom), mientras la ola de anuncios de gasto en todo el espectro de la infraestructura de la IA continuaba. Así, se conocían los resultados de Samsung y TSMC, que seguían superando las expectativas impulsadas por la fuerte demanda de semiconductores. Por otro lado, teníamos el anuncio de Microsoft sobre el lanzamiento de un modelo de IA que funcionaría en los ordenadores personales, una nueva tecnología que daría más seguridad al uso de los datos y que retaría la estrategia de Apple de dar más poder a los dispositivos. En el mismo anuncio, Microsoft lanzaba un nuevo ordenador equipado con chips de Nvidia, lo que supone la entrada de ésta a un mercado dominado por Intel y AMD.

En Francia, la incertidumbre se agravaba por las protestas sociales, la fragmentación parlamentaria y la proximidad de las elecciones presidenciales. Marine Le Pen planteaba importantes recortes del gasto público. En caso de convertirse en la próxima presidenta, planea implementar amplios recortes de gastos por un total de €140 millardos (4,5% del PIB) para reducir el déficit presupuestario a menos del 3% del PIB para 2032. Al mismo tiempo, tendría la intención de introducir €30 millardos en desgravaciones fiscales, mientras que también buscaría ahorros en el sistema de pensiones. Sin embargo, continuaba la presión política y financiera ante las dificultades para aprobar un presupuesto para 2027 que permita reducir el elevado déficit y contener la deuda pública. Pese a la tensión, el Banco de Francia descartaba por el momento la necesidad de intervención del BCE.

La Fed mantenía un tono restrictivo ante la persistencia de una inflación por encima del objetivo, impulsada tanto por la fortaleza de la demanda como por el encarecimiento energético. Las actas de septiembre reflejaban unanimidad en la subida de tipos y apuntaban a la necesidad de un endurecimiento adicional, aunque también mostraban preocupación por las tensiones en el mercado de bonos.

Las actas de la reunión del Consejo de Gobierno del BCE reflejaban que los miembros señalaban que los riesgos de inflación seguían inclinándose al alza. Además, acordaban abstenerse de proporcionar cualquier orientación sobre la trayectoria futura de los tipos de interés y mantener plena discreción en las próximas reuniones. Desde entonces, sin embargo, la comunicación de los miembros del BCE ha cambiado hacia un tono más moderado. Yannis Stournaras de Grecia y Olaf Sleijpen de los Países Bajos señalaban que las expectativas de inflación a medio y largo plazo estarían contenidas. El francés Moulin subrayaba que "la inflación era 100% energía, y que no se ven efectos de segunda ronda". El economista jefe del BCE, Philip Lane, argumentaba que el apoyo de la política fiscal, un factor clave en el crecimiento económico relativamente sólido de este año, probablemente disminuirá en 2027, lo que frenará tanto la expansión económica como las presiones inflacionarias. Sin embargo, algunos miembros del BCE siguen prefiriendo una política monetaria más restrictiva. «La inflación persistentemente elevada que observamos en nuestra proyección de septiembre y la falta de resolución de los conflictos en Oriente Medio, Ucrania y otros lugares, respaldan la necesidad de llevar los tipos de interés oficiales hacia un terreno más restrictivo», declaró Dolenc, de Eslovenia.

En EEUU, señales de moderación de la actividad económica, especialmente en el sector servicios, aunque los indicadores de empleo y confianza mostraban cierta resistencia. El índice ISM manufacturero se situaba en 54,5, prácticamente sin cambios respecto a los 54,6 del mes anterior. Como se esperaba, el componente de precios pagados subía a 77,9 desde 71,1, reflejando principalmente el aumento de los precios de la energía. Los nuevos pedidos aumentaban a 55,3 desde 53,7, lo que impulsaba a las empresas a ampliar la contratación, como se reflejaba en el componente de empleo. Los pedidos de producción y exportación se ralentizaban ligeramente, pero se mantenían por encima del umbral de expansión de 50 puntos. El PMI servicios de septiembre se situaba en 58,8 puntos, ligeramente por encima de las previsiones (58,7). Sin embargo, el índice ISM no manufacturero descendía hasta 54,9 puntos, desde 55,4 anteriores, mientras que su componente de nuevos pedidos retrocedía hasta 59,8 puntos, frente a 60,9 previos. El desarrollo más notable era el aumento en los precios pagados, que aumentaban de 72,6 a 74,0, marcando la lectura más alta desde julio de 2022 y señalando una intensificación de las presiones de costes. El aumento de los precios de la energía y los combustibles sería una preocupación recurrente en la agricultura, la minería, la sanidad y otros servicios, incrementando los costes de transporte, insumos y operación. La construcción continuaba experimentando una demanda restringida debido a los altos tipos de interés. Mientras tanto, las finanzas y los seguros informaban de la presión derivada del aumento de los costes de financiación y la mayor competencia por los depósitos.

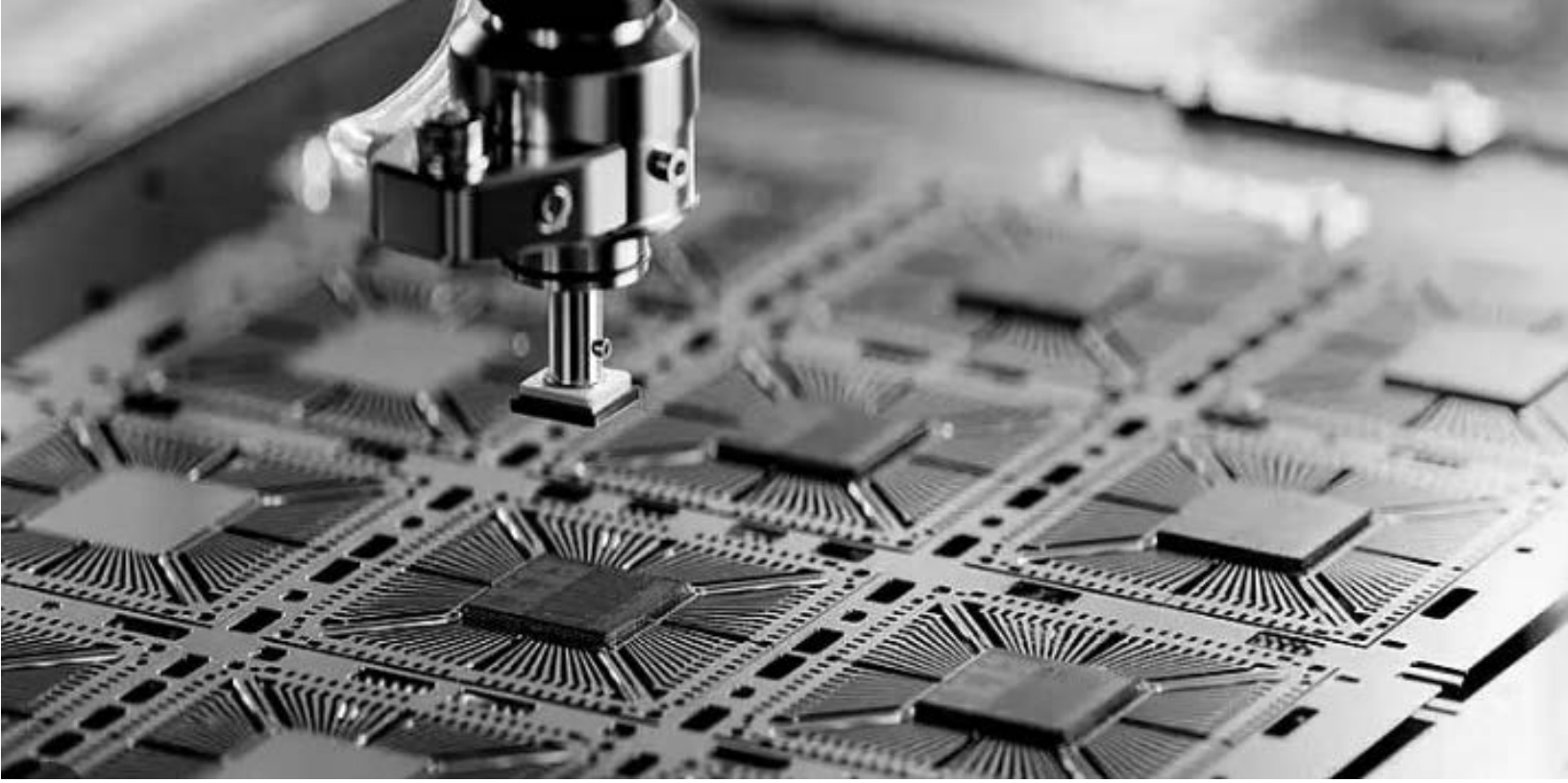
En la Eurozona, el PMI de servicios se situaba en 53,0 puntos en septiembre, por encima de los 51,6 de agosto, confirmando la expansión del sector. Destacaba especialmente España, con una lectura de 58,3 puntos, superior a las previsiones (57,1), mientras que Alemania alcanzaba 52,9 puntos y Francia se mantenía ligeramente por encima del umbral de expansión (51,2). Por su parte, la confianza del inversor Sentix de octubre descendía hasta 2,7

puntos, frente a 5,1 anteriores, reflejando un deterioro de las expectativas económicas. En el ámbito industrial, Alemania registraba un comportamiento dispar: la producción industrial de agosto avanzaba un 2,0% mensual, superando ampliamente el 0,5% esperado, mientras que los pedidos de fábrica retrocedían un 10,6%, frente a la caída prevista del 0,9%. En Francia, la producción industrial disminuía un 0,3% mensual, mientras que en España crecía un 1,5% interanual. Por su parte, las ventas minoristas de la Eurozona apenas aumentaban un 0,1% mensual en agosto, por debajo del 0,2% previsto, evidenciando la moderación del consumo privado. Los precios de producción de la Eurozona aumentaban un 0,8% mensual en agosto, frente al 0,1% esperado, mientras que la tasa interanual se situaba en el 8,2%.

En la Eurozona, el aumento de los precios de la energía impulsaba la inflación, que aumentaba bruscamente en septiembre, pasando del 3,2% al 3,8%, su nivel más alto desde septiembre de 2023. Como en meses anteriores, los precios de la energía eran el principal motor del aumento, con un incremento del 18,8%. Por el contrario, la inflación de los precios de los alimentos se mantenía moderada en el 1,4%. Resultaba alentador que aún no hubiera señales de una aceleración significativa de las presiones inflacionarias subyacentes. La inflación subyacente subía ligeramente del 2,4% al 2,5% en septiembre. Esto se debía principalmente a una inflación de los servicios algo mayor, del 3,2%, que en algunos países se veía influida por los aumentos estacionales de precios relacionados con el período vacacional. En los próximos meses, los precios persistentemente altos del petróleo podrían impulsar la inflación general hacia el 4%. Sin embargo, no se espera un fuerte aumento de la inflación subyacente, dado que es probable que el crecimiento salarial se mantenga moderado. No obstante, el BCE debe mantenerse vigilante. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación se han deteriorado significativamente como resultado del aumento de los rendimientos en las últimas semanas, lo que incrementa los riesgos a la baja para la actividad económica en algunos países.

En Alemania, la producción fabril registraba un fuerte repunte secuencial en agosto. La producción industrial alemana aumentaba un 2,0% en agosto, superando ampliamente las expectativas de consenso de un aumento del 0,5% y revirtiendo la caída del 1,2% de julio. La producción era un 2,3% superior a la del año anterior, lo que mostraba un renovado impulso en la recuperación cíclica de Alemania. El repunte era liderado por una fuerte actividad en la construcción y la manufactura. La producción automotriz se debilitaba, probablemente reflejando las vacaciones de verano. Los datos también sugerían que el impacto económico de la ola de calor y la sequía de agosto resultaba menos severo de lo que se temía. Las expectativas de producción recientes habrían mejorado, aunque el aumento de los inventarios podría reflejar el acopio de existencias ante posibles interrupciones en la cadena de suministro en lugar de la preparación para una mayor producción. Los pedidos seguían siendo sólidos, pero habrían perdido parte del impulso observado a principios de año. De cara al futuro, la economía alemana parecería resiliente al mantener un impulso positivo en el tercer trimestre a pesar de las incertidumbres. La guerra en Oriente Medio, los altos precios del petróleo, los elevados tipos de interés y la perspectiva de precios más altos del gas durante la próxima temporada de calefacción podrían afectar la actividad. Mantener la recuperación requerirá una implementación efectiva de las reformas anunciadas, junto con medidas adicionales para mejorar la competitividad, asegurar energía asequible y apoyar la inversión y el consumo. El gobierno espera que la economía crezca bastante más de lo previsto en el 2026 (1,3% frente a 0,5% anterior) y se modere en el 2027 al 1,1% (0,9% anterior).

En Japón, continuaba la presión en el mercado de deuda ante la preocupación por la sostenibilidad de sus finanzas públicas, llevando a la primera ministra Takaichi a comprometerse a controlar la emisión de bonos sin renunciar a sus políticas de estímulo económico. Por otro lado, el aumento de los salarios reales (+1,5%) y las presiones inflacionistas refuerzan las expectativas de una nueva subida de tipos del Banco de Japón en diciembre. En cuanto a la actividad, mejora la confianza manufacturera hasta máximos de casi cinco años, impulsada por los semiconductores, mientras que el sentimiento de las empresas no manufactureras cayó con fuerza.■



TERCERA SEMANA

Corrección de las empresas de semiconductores.

La tercera semana, estuvo determinada por la corrección de los semiconductores, así como por la publicación del dato de inflación en EEUU por encima de las expectativas. Por otro lado, arrancaba en EEUU la temporada de resultados del 3º Trim., con un balance mixto entre los grandes bancos. Durante los días más difíciles de la semana, cuando el sector tecnológico estuvo bajo presión, las acciones europeas proporcionaban una cobertura relativamente efectiva. Los sectores defensivos europeos, incluidas las telecomunicaciones, así como los productores de alimentos y bebidas, estuvieron entre los de mejor desempeño. El IBEX subía un 1,54% y el Euro Stoxx subía un 0,50%. El S&P500 bajaba un 1,95% y el NASDAQ bajaba un 4,48%. La rentabilidad del bono americano a 10 años bajaba 15,9pb, a 5,0832%. La rentabilidad del bono alemán a 10 años bajaba 5,8pb, a 3,4088%. La caída de los rendimientos no se debía a la disminución de las preocupaciones sobre la inflación, sino más bien a una huida hacia la seguridad por parte de inversores de renta variable. En divisas, el euro se apreciaba un 0,34% frente al dólar, a $1,12368 El precio del oro bajaba un 0,75%, a $4.159,5. El barril Brent subía un 5,17%, a $109,95%. Continuaban los ataques de Irán a barcos y de los hutíes en Arabia Saudí. Sin embargo, los flujos de petróleo mostraban cierta recuperación, con el tránsito por Ormuz en torno al 68% de los niveles anteriores al conflicto.

Daba comienzo la temporada de resultados del 3º Trim. en EEUU, con un arranque mixto de los grandes bancos y cierto impacto de la subida de las rentabilidades de los bonos al final del trimestre sobre las actividades de banca de inversión y negociación de valores. JP Morgan se quedaba ligeramente por debajo de expectativas, mientras Goldman Sachs y Citigroup superaban previsiones, aunque esta última mostraba cautela de cara al cierre del año. Bank of America decepcionaba en negociación y banca de inversión, mientras Morgan Stanley sorprendía positivamente tanto en negociación como en gestión patrimonial. Por otro lado, en Asia, TSMC presentaba unos ingresos por encima de lo esperado y sorprendía positivamente con sus previsiones para el 4º Trim., manteniendo el foco en sus planes de inversión y expansión de capacidad para 2027.

Las empresas de semiconductores sufrían la presión, tras conocerse los avances tecnológicos de la china CXMT, que aumentaban las expectativas de un cierre de la brecha tecnológica y el riesgo de una mayor presión sobre los precios, a lo que se sumaba el anuncio de Microsoft de que comenzará a utilizar sus propios chips de IA. En paralelo, Meta presentaba su nuevo modelo Muse Wonder, mientras Anthropic advertía de los avances de los modelos de IA hacia capacidades de autorreplicación y continuaba con los preparativos para su salida a bolsa, con una valoración que ahora se situaría en torno a $1,5 billones. Finalmente, Taiwán estudiaba endurecer las restricciones a las exportaciones de chips a China.

Arabia Saudí sufría una nueva oleada de ataques tras el atentado de los hutíes contra el aeropuerto de Riad, que permanecía cerrado. En paralelo, Irán habría intensificado sus ataques contra buques en el estrecho de Ormuz, modificando tanto el tipo como el ritmo de las ofensivas, con el objetivo de mantener la presión sobre los precios del petróleo. Por su parte, EEUU aseguraba haber destruido un velero vinculado a Irán que vigilaba a su Armada en Ormuz, mientras el ejército estadounidense estaría valorando posibles ataques contra infraestructuras energéticas e instalaciones nucleares iraníes en caso de que Trump ordene reanudar las operaciones de combate.

China y la UE informaban de un progreso práctico y constructivo después de dos días de conversaciones en Pekín, lo que ayudaba a reducir la incertidumbre comercial a corto plazo. Ambas partes se comprometían a un diálogo continuo y a un comercio más equilibrado dentro del marco de la OMC, aunque la cuestión del desequilibrio comercial subyacente seguiría sin resolverse. El principal avance conseguido era un acuerdo para frenar las exportaciones chinas de vehículos híbridos y enchufables a la UE. Este acuerdo podría reducir los envíos previstos en más de la mitad durante los próximos cuatro años, aunque aún no se ha revelado el mecanismo de implementación. Otros avances incluyeron la reducción de los aranceles chinos sobre productos europeos por un valor aproximado de €4.000 millones, la facilitación continua de las licencias de exportación de tierras raras e imanes permanentes, y nuevas conversaciones sobre el acceso al mercado para dispositivos médicos y productos agrícolas europeos. El déficit comercial de la UE con China sigue siendo sustancial, y se han programado más conversaciones para principios de 2027. El acuerdo reduce el riesgo inmediato de una escalada y es modestamente positivo para las perspectivas de la demanda externa de China y la visibilidad de la política. La prueba clave es si este enfoque cooperativo puede extenderse más allá de los automóviles a sectores afectados por las preocupaciones europeas sobre el exceso de capacidad y el acceso al mercado.

La presidenta del BCE, Lagarde, señalaba que Francia deberá afrontar sus problemas de deuda mediante una consolidación fiscal, reduciendo las expectativas de una posible intervención del BCE en el mercado de deuda francesa a través del Instrumento para la Protección de la Transmisión. En política monetaria, reconocía que buena parte de las actuales presiones inflacionistas proceden del conflicto con Irán y del repunte de la energía, aunque por el momento no apreciaba efectos de segunda ronda.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) elevaba su pronóstico de crecimiento del PIB real mundial para 2026 al 3,1% desde el 3,0% en julio, mientras que dejaba sin cambios el de 2027 en el 3,4%. En términos de cuarto trimestre/cuarto trimestre, el crecimiento mundial es ahora del 3,1% en 2026 y del 3,3% en 2027, frente al 2,9% y el 3,4% de julio. La resiliencia refleja dos fuerzas contrapuestas. La guerra en Oriente Medio y los elevados precios de la energía constituyen un shock negativo en la oferta, pero la fuerte inversión relacionada con la IA está impulsando la demanda global, las exportaciones de tecnología y la inversión. La flexibilidad en el suministro de energía, la reorientación de los envíos, la reducción de inventarios, el apoyo fiscal y la menor intensidad energética también han amortiguado la actividad. En general, los exportadores de energía y las economías vinculadas a la tecnología han tenido un mejor desempeño que los importadores de energía fuera de la cadena de valor de la IA.

El FMI revisaba considerablemente sus previsiones de crecimiento. Comparados con los pronósticos de julio, la proyección de crecimiento para 2026 se elevaba para Alemania (1,3%, +0,6pp), Reino Unido (1,3%, +0,3pp), India (7,0%, +0,6pp), México (1,5%, +0,3pp), Corea (3,3%, +0,7pp) y ASEAN-5 (4,4%, +0,3pp). Las previsiones para EEUU (2,3 %), Canadá (1,1

%) y Australia (1,9 %) se mantenían sin cambios. Por el contrario, la proyección para China se reducía a 4,5% (-0,1 pp), Francia a 0,4% (-0,2 pp), Brasil a 2,2% (-0,2 pp) y Rusia a 0,9% (-0,2 pp). El mayor deterioro se observaba en Oriente Medio: la previsión para Arabia Saudita caía de +1,7 % a -3,3 % debido a la intensificación de las interrupciones en la producción y el transporte de energía.

El FMI señalaba que la inflación y algunos otros riesgos seguían siendo los desafíos clave. El pronóstico de inflación global se mantenía sin cambios desde julio en el 4,7% en 2026, mientras que la cifra de 2027 se elevaba al 4,1% desde el 3,9%, reflejando principalmente los elevados precios de la energía y los alimentos. Los riesgos económicos siguen sesgados a la baja: guerras prolongadas, inventarios energéticos agotados, fragmentación comercial, vulnerabilidades fiscales y mayores rendimientos de los bonos soberanos podrían socavar el crecimiento. El clima extremo, incluido El Niño, podría elevar aún más los precios de los alimentos y las materias primas. La IA es bidireccional: una mayor inversión y productividad podrían impulsar el crecimiento, pero una reevaluación de los rendimientos esperados podría desencadenar una inversión más débil, una corrección de acciones y condiciones financieras más estrictas.

En EEUU, el IPC resultaba ligeramente superior a lo esperado en septiembre. La inflación general, impulsada por los precios de la energía (9,1% en el mes), aumentaba un 0,6% en el mes, y la tasa interanual aumentaba al 3,7% desde el 3,4% en agosto, en lugar del 3,6% esperado. La inflación subyacente aumentaba un 0,3 % en el mes, igual que en agosto, lo que elevaba la medida interanual al 2,56% desde el 2,45%. El principal impulsor era un ligero aumento en los costes de la vivienda, 0,4%, tras meses de moderación, el encarecimiento de las aerolíneas por la tensión energética y una subida generalizada de los servicios. El Índice de Optimismo de las Pequeñas Empresas de la NFIB caía 0,8 puntos hasta 97,9 en septiembre, marcando una racha de dos meses de pérdidas y alcanzando un mínimo de tres meses. Este descenso se producía después de que el índice alcanzara un máximo de varios años de 99,8 en julio.

En EEUU, el Índice de Precios a la Producción (IPP) aumentaba un 1,3% en septiembre, registrando el mayor incremento mensual desde marzo de 2022 y elevando la tasa interanual al 6,3%. Este aumento se debió principalmente a los precios de la energía: los precios de los bienes de demanda final subían un 2,6%, mientras que los precios de la energía aumentaban un 10,8% y los de la gasolina un 20,3%. Por su parte, los precios de los servicios aumentaban un 0,8%, impulsados por mayores márgenes comerciales y costes de transporte y almacenamiento. La medida que excluye los alimentos, la energía y los servicios comerciales aumentaba un 0,5% con respecto al mes anterior y un 5,0% con respecto al año anterior. Los precios de los bienes intermedios procesados y no procesados subían un 2,5% y un 8,4%, respectivamente, y los costes de transporte también aumentaban. Esto incrementaba el riesgo de que la crisis energética se extienda a través de las cadenas de suministro y, finalmente, a los precios al consumidor.

En EEUU, las ventas minoristas en septiembre se situaban muy por encima de las expectativas, aumentando un 0,8% con respecto al mes anterior frente a una estimación de consenso del 0,3% y un aumento revisado al alza del 1,3% en agosto. El sólido desempeño era impulsado en gran medida por un aumento del 6,4% en los ingresos de las estaciones de servicio, lo que inflaba la cifra total. Excluyendo los automóviles y la gasolina, las ventas aumentaban un modesto 0,2%, en línea con las estimaciones. El grupo de control, que se utiliza para calcular el PIB, subía solo un 0,1%, por debajo de la estimación de consenso del 0,3%. Ocho de las 13 categorías registraban aumentos mensuales. En términos interanuales, las ventas minoristas aumentaban un 6,3% en septiembre, frente al 5,6% de agosto, continuando la aceleración iniciada en la primavera. La conclusión general es que el consumidor estadounidense se mantiene resiliente.

En el Reino Unido, el PIB de nuevo sorprendía al alza en agosto, aumentando un 0,1%, después de ganancias del 0,4% tanto en junio como en julio. El crecimiento anualizado de tres meses alcanzaba el 2,8%, lo que situaba al PIB del 3º Trim. camino de un crecimiento del 0,7%, por encima de las proyecciones del BoE. Los servicios se mantenían estables, ya que la debilidad en los sectores orientados al consumidor compensaba la continua fortaleza de los servicios empresariales. La manufactura crecía un sólido 1,2%, impulsada por los productos farmacéuticos y los equipos de transporte. En tasa trimestral, el segmento de electró-

nica informática y dispositivos ópticos resultaba especialmente fuerte, apuntando a la IA.

En China, los datos de comercio exterior sorprendían fuertemente al alza en septiembre, reforzando las exportaciones como un motor de crecimiento clave. Las exportaciones se aceleraban al 36,3% interanual desde el 25,0%, mientras que las importaciones se fortalecían al 31,0% desde el 28,2%, ambas superando cómodamente las expectativas. Las exportaciones mostraban un buen desempeño en los principales mercados, incluidos EEUU, ASEAN y la UE, mientras que los productos tecnológicos y de transporte seguían siendo motores importantes. Sin embargo, el crecimiento de las importaciones se concentraba mucho más en el sector tecnológico, con un aumento del 63,9% interanual en las importaciones de alta tecnología, lo que sugiere que este buen desempeño aún no representa una recuperación generalizada de la demanda interna. En consecuencia, el superávit comercial se ampliaba a $133,5 millardos, su nivel más alto en 20 meses, lo que elevaba el superávit de los primeros tres trimestres a $938,1. Las relaciones comerciales estables deberían respaldar las exportaciones hasta fin de año, aunque un ciclo de inversión en tecnología más débil o nuevos impactos arancelarios seguirían siendo riesgos clave para 2027.

En China, los datos del crédito de septiembre resultaban más fuertes de lo esperado, pero la mejora se debió principalmente a la financiación pública más que a una recuperación de la demanda de crédito privado. La financiación social total (FST) alcanzaba los 3,55 billones de RMB, por encima del consenso de 3,3 billones de RMB, ya que la emisión neta de bonos del gobierno aumentaba a 1,22 billones de RMB desde los 649 mil millones de RMB en agosto. Los nuevos préstamos en RMB estuvieron en línea con las expectativas en 1,08 billones de RMB, mientras que el crecimiento de los préstamos pendientes se desaceleró al 4,8% interanual desde el 4,9%. El endeudamiento de los hogares se mantuvo particularmente débil, con el stock de préstamos prácticamente sin cambios en comparación con un aumento de 389 millardos de RMB un año antes, mientras que los préstamos corporativos se mantuvieron estables en general. El crecimiento monetario también se moderaba: M1 se desaceleraba al 3,2% interanual y M2 al 7,2%, lo que probablemente refleja un gasto fiscal más lento a pesar de una mayor emisión de bonos. En general, los datos del crédito, mejores de lo esperado, eran impulsados por las políticas, ya que la demanda de crédito privado se mantenía débil.

En China, el IPC subía al 0,9% interanual en septiembre desde el 0,8% en agosto, en línea con el consenso. Los principales factores que lastraban la inflación eran los precios de los alimentos (-1,7% interanual), en particular la carne de cerdo (-10,0%), junto con los alquileres (-0,6%) y los precios de los automóviles (-1,7%). Estos se vieron parcialmente compensados por el aumento de los precios de la energía y la tecnología, con fuertes incrementos en los combustibles para el transporte (+14,9%) y los dispositivos de comunicación (+14,3%). La inflación subyacente, excluyendo alimentos y energía, se mantenía sin cambios en el 1,0% interanual desde agosto, lo que apuntaba a presiones inflacionarias subyacentes relativamente estables. Por otra parte, la inflación de los precios a la producción (IPP) subía bruscamente al 5,0% interanual desde el 3,8%, impulsada por los bienes de producción (+6,5%), en particular la minería (+25,4%) y las materias primas (+9,4%). En general, las presiones deflacionarias se han atenuado, pero persisten factores importantes que lastran la inflación. La inflación se mantiene cómodamente por debajo del objetivo del 2% y, por lo tanto, no limita una mayor flexibilización de la política monetaria.

En Japón, los pedidos de maquinaria repuntaban con fuerza en agosto. Los pedidos de maquinaria básica aumentaban un 5,2% en agosto, con un impulso de tres meses que se aceleraba hasta un 9,6% anualizado, lo que señalaba una demanda de bienes de capital más firme. Los pedidos de manufactura aumentaban un 1,6%, respaldados por la continua fortaleza de los sectores relacionados con la IA, en particular la electrónica (+13,0%), mientras que los pedidos de automóviles registraban un cuarto aumento mensual consecutivo (+13,1%). Los pedidos no manufactureros aumentaban un 2,9%, aunque los sectores intensivos en mano de obra resultaban mixtos. La recuperación más amplia más allá de la tecnología resultaba alentadora y sugería que la demanda de inversión subyacente se mantenía resistente a pesar de dos descensos trimestrales consecutivos en la inversión empresarial del PIB. Por lo tanto, se espera que la inversión empresarial repunte en el 3º Trim.

En Japón, la inflación de los precios a la producción se desaceleraba drásticamente en septiembre al 6,8% interanual desde el 7,6%, con los precios que caían un 0,3% en el mes. El principal impulsor era una fuerte caída en los precios del arroz: los precios de la agricultura, la silvicultura y la pesca caían un 13,3% interanual, mientras que los precios del arroz de Tokio ya habían bajado un 19,8% en septiembre. Por lo tanto, es probable que la caída de los precios del arroz se convierta en un lastre cada vez más visible para el IPC nacional y también podría repercutir en los alimentos procesados. La inflación de los precios de importación bajaba ligeramente al 24,5% desde el 25,1%, ya que la contribución de la debilidad del yen disminuía. Las contribuciones relacionadas con la energía y la IA se mantenían en general sin cambios, aunque la contribución del petróleo crudo se reducía mientras que la del GNL aumentaba. La transmisión de precios más altos del crudo seguía siendo más débil que durante el shock de 2022. Sin embargo, las presiones inflacionarias no habrían desaparecido. Los elevados precios mundiales de la energía y la fuerte demanda relacionada con la IA, especialmente de cobre, seguían representando un riesgo al alza para las perspectivas de inflación. ■

CUARTA SEMANA

Persiste la duda sobre la sostenibilidad de las inversiones en IA.

En la cuarta semana, el foco se situaba en los resultados de las empresas de IA que dejaban un balance positivo, pero persistían las dudas sobre la sostenibilidad del gasto en infraestructura de IA. En el frente geopolítico, aumentaba la tensión con la escalada de los ataques hutíes en Arabia Saudi. El IBEX bajaba un 1,74% y el Euro Stoxx bajaba un 2,19%. El S&P 500 bajaba un 0,47% y el NASDAQ bajaba un 0,71%. La huida a la calidad por las ventas de empresas de IA provocaba un aplanamiento alcista de las curvas de EEUU y Alemania. La rentabilidad del bono americano a 10 años bajaba 8,5pb, a 4,9986%. La rentabilidad del bono alemán bajaba 6,5pb, a 3,3437%. Las violentas movilizaciones que sacudían Francia agravaban la preocupación del mercado por la fragilidad de las finanzas públicas. Así, Francia lideraba el peor comportamiento y la referencia a 10 años superaba el 5% por primera vez desde 2002 (5,07%), aumentando significativamente la prima de riesgo en la semana +36pb a 173pb. Esta liquidación se extendía a Italia y Bélgica, donde la prima de riesgo aumentaba 19pb a 126pb y 25pb a 111pb respectivamente. Los diferenciales de crédito aumentaban durante la semana, especialmente en el High Yield (+35pb a 339pb). En divisas, el euro se depreciaba un 0,32% frente al dólar, a $1,12010. El precio del oro se depreciaba un 4,07%, a $3.990,0. El barril Brent subía un 6,76%, a $117,38% por los enfrentamientos en la zona de Oriente Medio y la preocupación por los reducidos stocks.

Los resultados continuaban mostrando un balance positivo, con especial protagonismo de la IA. SpaceX (+161% en ingresos) y Super Micro superaban expectativas gracias a la fuerte demanda de infraestructura de IA, mientras que Meta también sorprendía positivamente, aunque generaba dudas por sus elevadas necesidades de financiación e inversiones en capital ($135-145 millardos). Tesla superaba las previsiones de ingresos y alcanzaba un flujo de caja positivo, mientras que Netflix decepcionaba. Fuera del sector tecnológico, destacaban las subidas de Procter & Gamble, Blackstone, Lockheed Martin y Spotify, apoyadas en unos resultados sólidos y, en algunos casos, mejoras en las guías.

La compañía de servicios de Centros de Datos coreana Elice caía un 33% en su debut bursátil, mientras que SK Hynix posponía la OPV de Solidigm y se reducía la valoración de OpenAI de 1,4 a 1,25 billones de dólares. Por su parte, Anthropic anunciaba inversiones de hasta $750 millardos en capacidad de computación, pese a registrar pérdidas de $80 millardos en el primer semestre. En conjunto, persistían las dudas sobre la sostenibilidad del gasto en infraestructura de IA. Elon Musk confirmaba que SpaceX y Tesla han creado cada una un comité especial para estudiar una fusión. Lo mencionaba en la presentación de resultados de SpaceX. Juntas valdrían unos $3,5 billones (~2 billones SpaceX y ~1,5 billones Tesla). Si se concretase, sería la mayor fusión de la historia. Sobre el papel, solo



Microsoft, Alphabet, Apple y Nvidia valdrían más.

La tensión en Oriente Medio continuaba escalando tras los reiterados ataques de los hutíes contra infraestructuras energéticas y militares de Arabia Saudí, elevando el riesgo de una extensión del conflicto y provocando la evacuación de diplomáticos estadounidenses mientras crecía la posibilidad de que Egipto se sumase a Arabia Saudí contra los hutíes. Paralelamente, las negociaciones entre Irán y EEUU permanecían bloqueadas, aunque Teherán planteaba reabrir el estrecho de Ormuz a cambio del levantamiento del bloqueo marítimo, el alivio de las restricciones a sus exportaciones petroleras, la liberación de activos congelados y el fin de las hostilidades.

En Ucrania, las negociaciones para poner fin al conflicto mostraban avances, con Putin aceptando reanudar las conversaciones de paz bajo mediación estadounidense a partir del 10 de noviembre y Zelenski apoyando un posible encuentro trilateral. Sin embargo, persistían las tensiones entre Kiev y Washington por la presión de Trump para alcanzar un acuerdo y las exigencias ucranianas de mayor apoyo militar. Paralelamente, EEUU planteaba aliviar las sanciones a Rusia a cambio de aumentar su oferta de diésel. Ucrania condicionaba el cese de ataques a refinerías rusas al suministro de misiles Patriot.

Protestas generalizadas en Francia ante la fuerte crisis social, con el Gobierno imponiendo toques de queda, desplegando al ejército y restringiendo las manifestaciones. El primer ministro, Sébastien Lecornu, reconocía deficiencias en la respuesta de las autoridades, mientras persistía la incertidumbre política sobre la aprobación de los presupuestos, manteniendo la presión de los mercados sobre el país. Paralelamente, aumentaba la preocupación por la extensión de las protestas a otros países europeos, especialmente Italia, Bélgica y Grecia.

En EEUU, la economía seguía mostrando señales de fortaleza. En el mercado laboral, las peticiones iniciales de subsidio por desempleo descendían hasta las 194.000, por debajo de las 200.000 previstas, mientras que la media de cuatro semanas se situaba en 197.750 solicitudes. Por su parte, la variación semanal del empleo privado ADP se moderaba hasta los 18.500 puestos, frente a los 24.800 anteriores. En cuanto a la actividad económica, el PMI manufacturero preliminar de octubre mejoraba hasta los 56,0 puntos, superando las expectativas (55,4), mientras que el PMI de servicios se moderaba hasta 57,9, desde 58,8 en septiembre. Por el contrario, el sector inmobiliario mantenía un comportamiento débil, con una caída mensual del 5,2% en los inicios de construcción de viviendas y del 7,3% en las ventas de viviendas pendientes. Finalmente, en materia de inflación y confianza, las expectativas de inflación a un año de la Universidad de Michigan aumentaban hasta el 4,7%, desde el 4,6% anterior, mientras que las expectativas a cinco años alcanzaban el 3,5%. La confianza del consumidor mejoraba ligeramente hasta 48,0 puntos, aunque permanecía en niveles reducidos.

En la Eurozona, se registraba un deterioro de los indicadores adelantados de octubre, especialmente en Francia, mientras que Alemania mostraba una evolución algo más favorable en el sector manufacturero. El PMI compuesto del conjunto de la Eurozona preliminar de octubre descendía hasta 51,9 puntos, desde los 53,1 de septiembre, situándose por debajo de las expectativas (52,7). Tanto el sector servicios, cuyo PMI retrocedía hasta 51,7 puntos, como el manufacturero, que se moderaba hasta 52,4, mantenían niveles de expansión, aunque evidenciaban una pérdida de dinamismo. Por países, Alemania presentaba señales mixtas. El PMI manufacturero mejoraba hasta 54,2 puntos, superando las previsiones, mientras que el de servicios descendía hasta 51,7. Por su parte, el índice ZEW de confianza inversora retrocedía hasta 28,1 puntos, por debajo de lo esperado, aunque la valoración de la situación actual mejoraba hasta -35,9. En contraste, los precios de producción aumentaban un 1,9% mensual en septiembre, frente al 1,5% previsto, elevando la tasa interanual hasta el 6,7%. En Francia, los indicadores de actividad mostraban un deterioro más acusado, con el PMI compuesto cayendo hasta 48,4 puntos, desde los 51,1 anteriores, entrando en terreno de contracción. Tanto las manufacturas (49,3) como los servicios (48,4) se situaban por debajo del umbral de 50 puntos.

En el Reino Unido, el mercado laboral mostraba indicios tentati-

vos de estabilización, lo que sugiere que las mejoras previas en las encuestas empresariales finalmente se están reflejando en los indicadores oficiales. La tasa de desempleo caía al 4,7% en los tres meses hasta agosto desde el 4,9%, mientras que el empleo asalariado aumentaba en 13.000 en septiembre, desafiando las expectativas de un descenso. Sin embargo, los datos de la Encuesta de Fuerza Laboral (EFL) han sido muy volátiles y propensos a revisiones, por lo que conviene interpretar este dato más sólido con cierta cautela. El crecimiento de los salarios regulares subía al 3,7% interanual desde el 3,6%, mientras que el crecimiento de los salarios del sector privado subía al 3,0%. Aunque el crecimiento de los ingresos no se está acelerando bruscamente, los indicios tentativos de un nuevo impulso sugieren que la desaceleración puede haberse detenido por ahora. La inflación en septiembre se aceleraba al 3,5% interanual (desde el 3,1%), por encima de las expectativas del mercado, lo que genera inquietudes adicionales en el Banco de Inglaterra. Si bien el principal impulsor seguía siendo un aumento en los combustibles para motores (+29,8%, desde el 22,9%), también se registraba un aumento en el IPC subyacente del 2,6% al 2,8%. El aumento en los servicios del 3,4% al 3,7% era impulsado por la volatilidad de las tarifas aéreas, esto también podría indicar una pausa en la tendencia desinflacionaria de los servicios en lugar de su fin. Con los alimentos y las bebidas no alcohólicas estables en el 1,3%. En conjunto, la economía británica parece bastante resistente, con algunos indicios de que la holgura en el mercado laboral se estaría estabilizando, con el marcado aumento en los precios de la energía desde septiembre y la consiguiente perspectiva sombría para las facturas de energía de los hogares, ello podría generar algunos efectos de segunda ronda.

En China, el dato de PIB del 3º Trim. superaba expectativas, con un crecimiento del 4,5% frente al 4,4% esperado y mejorando respecto al 4,3% del segundo trimestre, cuando el crecimiento era el más débil desde el cuarto trimestre de 2022. El impulso secuencial también se aceleraba, con un aumento del PIB del 1,2% trimestral, frente al 0,9% anterior. Por industria, el crecimiento del sector primario era del 3,6% interanual (frente al 3,7% interanual del segundo trimestre), el crecimiento del sector secundario se fortalecía hasta el 3,4% (frente al 3,0% del segundo trimestre) y el crecimiento del sector terciario subía ligeramente hasta el 5,2% (frente al 5,1% del segundo trimestre). La mejora sectorial se apoyaba principalmente en la producción: la producción industrial aumentaba un 5,5% interanual en septiembre desde el 5,2% de agosto, por encima de las expectativas (5,4%). El crecimiento del sector manufacturero se mantenía estable en el 6,0% interanual, mientras que la manufactura de alta tecnología se mantenía sólida en un 15,3%, aunque por debajo del 16,7% anterior. La minería volvía a crecer por primera vez en cuatro meses, con un aumento del 1,3% interanual tras una contracción del 1,4% debido a las interrupciones.

En China, la demanda interna se mantenía considerablemente más débil a pesar de cierta mejora en los datos generales. Las ventas minoristas aumentaban un 1,1% interanual en septiembre, mejorando desde el 0,4% en agosto y el consenso del 0,5%, pero el ritmo se mantenía moderado. Las ventas de automóviles caían aún más bruscamente un 21,2% interanual en septiembre después de una caída del 18,5% en agosto, marcando el duodécimo descenso mensual consecutivo. Sin embargo, las ventas minoristas que excluyen el automóvil mejoraban al 3,9% interanual en septiembre desde el 2,5%. La caída de la inversión en activos fijos se mantenía sin cambios en el 7,2% interanual en enero-septiembre, igual que en los primeros ocho meses (consenso -7,3%). Lo mismo sucedía con la inversión excluyendo el sector inmobiliario, en el -4,2% interanual en lo que va del año. La inversión en manufactura caía menos bruscamente, un -2,1% interanual en lo que va del año (frente a una caída del -2,3% hasta agosto), ya que la inversión en alta tecnología aumentaba un 4,9%.

En China, el mercado inmobiliario seguía siendo el mayor lastre estructural. La inversión inmobiliaria caía un 20,6% interanual en los primeros nueve meses, mientras que las ventas de viviendas nuevas disminuían tanto en superficie como en valor. La actividad era relativamente más firme en el mercado secundario, pero aún había poca evidencia de un mínimo sectorial duradero. En general, el repunte reducía la urgencia de mayores estímulos, particularmente dado que el crecimiento anual se mantenía dentro del alcance del objetivo del gobierno. Por lo tanto, es

probable que el apoyo político siga siendo específico y gradual, como hemos visto en los últimos meses. A pesar del crecimiento general más firme, la historia de crecimiento subyacente de China no ha cambiado: la producción y las exportaciones continúan compensando el débil consumo, la contracción de la inversión y la prolongada recesión inmobiliaria, lo que hace que la recuperación dependa del factor externo y, por lo tanto, siga estando desequilibrada.

En Japón, el IPC de septiembre confirmaba una renovada aceleración de la inflación. La inflación general y subyacente aumentaban al 2,1% interanual (desde el 1,9% y el 1,7% respectivamente) a pesar de los subsidios gubernamentales, lo que sugería presiones inflacionarias subyacentes considerablemente más fuertes. El repunte era generalizado, con un fortalecimiento de la inflación subyacente de bienes y servicios a medida que los mayores costes de la energía, los productos petroquímicos y la mano de obra continuaban trasladándose a los consumidores. Los datos reforzaban la idea de que el impulso inflacionario de Japón se estaría afianzando y dependería menos de factores temporales. Con la ampliación de la repercusión de los costes en bienes y servicios, se espera que la inflación subyacente continúe aumentando hasta 2027.

En Japón, el índice compuesto de gerentes de compras (PMI) de octubre se mantenía sin cambios en 52,3, pintando un panorama de crecimiento resistente con cierta rotación en el impulso de la manufactura a los servicios. El PMI manufacturero caía 0,8 puntos a 53,3, mientras que el índice de producción disminuía 1,8 puntos a 53,1, su nivel más bajo desde marzo. La menor demanda era evidente tanto en los pedidos nacionales como en los de exportación. Sin embargo, el índice de actividad manufacturera se mantenía firmemente en territorio de expansión y la reconstrucción de inventarios continuaba, con las empresas incrementando sus existencias de compras al nivel más alto desde noviembre de 2022. Por el contrario, el sector servicios recuperaba impulso, subiendo 0,7 puntos hasta 52,0, respaldado por un aumento de 0,4 puntos en nuevos negocios y un fuerte repunte de 3,8 puntos en nuevos pedidos de exportación. Las presiones inflacionarias seguían siendo elevadas. El índice compuesto de precios de insumos subía ligeramente hasta 62,7, lo que refleja los continuos aumentos en los costes de energía y salarios, mientras que las persistentes restricciones de suministro siguen representando un desafío para los fabricantes. En general, la encuesta sugiere que el crecimiento se mantiene sólido, y es probable que las presiones inflacionarias se mantengan firmes hasta fin de año.

En Japón, los datos de comercio exterior de septiembre resultaban más débiles de lo esperado, con una caída del 0,2% mensual en los volúmenes de exportación y una disminución del 0,8% mensual en los volúmenes de importación. Las interrupciones temporales causadas por los recientes desastres naturales podrían haber afectado la actividad, pero la tendencia general seguía siendo más constructiva. Los volúmenes de exportación aumentaban un 4,2% trimestral anualizado en el 3º Trim., recuperándose de la caída del 2º Trim, causada por las restricciones de suministro. Las importaciones aumentaban un 16,8% trimestral anualizado desestacionalizado, lo que reflejaba en parte la normalización de los patrones de abastecimiento tras las interrupciones vinculadas al conflicto de Oriente Medio. Los datos sugieren que las exportaciones netas probablemente restarán al PIB del tercer trimestre. A nivel regional, las exportaciones a China caían drásticamente, mientras que los envíos a EEUU y al resto de Asia emergente se fortalecían, respaldados por una recuperación en las exportaciones de automóviles. La demanda relacionada con la IA seguía siendo un apoyo clave, compensando la debilidad en las exportaciones de tecnología en general. ■



QUINTA SEMANA

No hubo sorpresas en las deciones de los bancos centrales.

En la quinta semana, centraban la atención los resultados de las principales tecnológicas, que agudizaban la preocupación del mercado por la fuerte inversión necesaria para el despliegue de la IA, lo que provocaba una huida a la calidad. No hubo sorpresas en las decisiones de los bancos centrales. El IBEX bajaba un 1,77% y el Euro Stoxx subía un 1,04%. El S&P 500 bajaba un 0,57% y el NASDAQ bajaba un 2,0%. La rentabilidad del bono americano a 10 años bajaba 6,8pb, a 4,931%. La rentabilidad del bono alemán bajaba 2,3pb, a 3,3207%. El comportamiento más destacado estuvo en la periferia, especialmente en el bono español (-11pb a +3,95%), seguido de Italia (-9pn a +4,50%). Francia tuvo un respiro durante toda la semana gracias a que Moody's mantenía su rating en Aa3. Si bien, se daba la vuelta en la sesión del viernes (+6pb a 4,97%) al conocerse que la economía francesa inesperadamente se contraía en el 3º Trim. un -0,1% (+0,1%) y la inflación aumentaba más de lo previsto. No obstante, en la semana la rentabilidad caía -6pb. Los diferenciales de crédito se estrechaban tras el repunte de la semana, especialmente en el segmento de High Yield (-15 a 324pb frente a IG en 65pb). En divisas, el euro se depreciaba un 0,39% frente al dólar, a $1,11577. El precio del oro se depreciaba un 2,95%, a $3.876,6. El barril Brent subía un 1,19%, a $113,40. La UE se comprometía a liberar 42,6 millones de barriles de reservas, la mitad de diésel, cediendo a la presión de Trump. Además, afronta el invierno con las reservas de gas al 75%, mínimos históricos, y el gas por encima de 100 €/MWh por primera vez desde diciembre de 2022.

El hackeo de Binance, uno de los mayores brokers de criptodivisas, comprometía $6.300 millones en activos, de los que habría logrado congelar unos $3.000 millones. Esto castigaba la cotización de las criptos y de valores como Coinbase y añadía presión sobre el sentimiento en tecnología.

Microsoft sorprendía positivamente con un flujo de caja de $18.600 millones (frente a $10.000 millones esperados). Alphabet, en cambio, registraba su peor sesión desde su salida a bolsa (-12%, con una pérdida de $500.000 millones de capitalización) por una destrucción de caja de $9.070 millones y por el impacto de la IA en su negocio de búsquedas. Tras el cierre del jueves, Amazon (-7%) e Intel (-23,5%)

caían. La primera por un aumento de la inversión y la segunda, por unas perspectivas débiles para el trimestre actual. Amazon, además, preveía acelerar aún más la inversión en 2027. En Asia, SK Hynix multiplicaba por más de siete su beneficio, con la producción vendida hasta 2029, mientras Samsung decepcionaba al retrasar a enero sus planes de remuneración al accionista pese a presentar beneficios récord. Fuera de la tecnología, Boeing presentaba pérdidas superiores a lo esperado y ServiceNow sufría un desplome histórico por sus previsiones.

Anthropic presentaba su solicitud de salida a bolsa en EEUU. Mostraba un fuerte crecimiento de ingresos en el primer semestre pese a registrar fuertes pérdidas contables ligadas a bonos convertibles, lo que reavivaba el apetito por el sector. A ello se sumaban grandes anuncios de operaciones de financiación del sector: como es el caso de Meta, que planea captar $97.500 millones mediante la colocación de tres tramos de acciones ordinarias, acciones sin voto y preferentes convertibles; Broadcom y SpaceX también anunciaban operaciones de captación de financiación. Por su parte, OpenAI acordaba comprar chips a Google, que se consolida como alternativa a Nvidia. No obstante, el flujo de capital cada vez más circular dentro del sector y la presión de la inversión, capex, sobre la caja mantenían las dudas sobre la rentabilidad de la inversión en IA.

En el conflicto iraní se intensificaban los esfuerzos diplomáticos, con un mediador catarí en Teherán y reuniones de Arabia Saudí, Turquía y Pakistán con funcionarios iraníes, a lo que se sumaba una carta del vicepresidente Vance al consejero de seguridad iraní. Trump afirmaba que "ha llegado el momento de decidir" entre un acuerdo con Irán o la reanudación de los ataques tras las elecciones del tres de noviembre. Por otro lado, los hutíes atacaban con un misil balístico la mayor refinería de Arabia Saudí y Egipto aprobaba brindar apoyo defensivo a Riad, manteniendo elevado el riesgo de extensión del conflicto.

Lula remontaba en la segunda vuelta y ganaba a Bolsonaro por 51,8% frente a 48,2%, en unas elecciones marcadas por acusaciones de supresión del voto y una extensión de última hora del horario de votación. Bolsonaro pedía la anulación del resultado. El inesperado desenlace presionaba a la bolsa brasileña, que había descontado una victoria de Bolsonaro, y a los valores del Ibex con exposición al país.

Moody's mantenía el rating soberano de Francia en Aa3, condicionado a la aprobación de un presupuesto compatible con la reducción del déficit en 2027. Esto, junto con unas manifestaciones de protesta más calmadas durante el fin de semana, daba un balón de oxígeno a la deuda francesa, con la TIR a 10 años alejándose de los máximos de la semana anterior (5,07%) hasta situarse en el entorno del 4,9-5% y la prima de riesgo relajándose hacia los 160pb.

La Fed no modificaba su tipo de referencia de política monetaria, actualmente en el 3,75% al 4%, en su reunión de octubre. Sin embargo, la decisión no fue unánime. Las gobernadoras Beth Hammack y Lisa Cook discrepaban, favoreciendo una subida de tipos. El comunicado elevaba la calificación de crecimiento a "fuerte", probablemente anticipándose a cifras del PIB del 3º Trim. No obstante, el comunicado indicaba que se necesitaría más información para determinar los próximos pasos. Esto compensaba en parte la postura más restrictiva derivada de la mejora de la evaluación del crecimiento económico. Durante la rueda de prensa, el presidente de la Reserva Federal, Warsh, reiteraba su perspectiva positiva sobre la economía y, una vez más, abogaba por un modus operandi menos reactivo, centrándose en la estrategia en lugar de reaccionar a cada dato. Esto coincidía con su anuncio del calendario de reuniones de 2027. Una de las ocho reuniones ordinarias se dedicará exclusivamente a la estrategia de política monetaria, sin ninguna decisión ni declaración política. En 2028, dos reuniones se centrarán en la estrategia y seis en las decisiones de política monetaria. Esto se alinea con la finalización de los informes de los grupos de trabajo a finales de año. Desde una perspectiva táctica, Kevin Warsh afirmaba que las condiciones financieras no son ajustadas, aunque reconocía que lo son más que en la última reunión de la Fed, lo que respalda su labor en materia de inflación. En general, la Fed estaría desacelerando su ritmo y reorientando su estrategia. Esto se formalizará aún más en el futuro. Sin embargo, a corto plazo, esto resultaba en una reunión menos restrictiva de lo que podría haber sido, considerando que la inflación seguiría siendo demasiado alta. Las expectativas de inflación bien ancladas permiten a los banqueros centrales adoptar un enfoque de esperar y ver, pero esto plantea dudas sobre la seriedad con la que se toma la narrativa del crecimiento "fuerte". Aun así,

el mercado elevaba la probabilidad de una subida en diciembre hasta el 85%, desde el 78% anterior.

El BCE cumplía con lo esperado al mantener, por unanimidad, los tipos sin cambios, con la facilidad de depósito en el 2,50% y el tipo principal de financiación en el 2,65%. Lagarde reconocía haber discutido una subida, aunque la descartaban por el momento porque el endurecimiento de las condiciones de mercado ya habría hecho parte del trabajo y todavía no habría evidencias de efectos de segunda ronda del shock energético. Mantenía la toma de decisiones reunión a reunión, pero dejaba claramente la puerta abierta a una subida en diciembre. El mercado también estaba pendiente de si la tensión en la deuda francesa podría llevar al BCE a activar el TPI, El BCE, seguiría atrapado entre, por un lado, el riesgo de inflación y, por otro, el endurecimiento de las condiciones financieras. Dos fuerzas opuestas estarían en juego: por un lado, el fuerte aumento de los precios de la energía habría superado las previsiones de septiembre, lo que apuntaba a un mayor incremento de la inflación; y, por otro, el endurecimiento de las condiciones de financiación probablemente afectará tanto a la inflación como al crecimiento. Este punto se destacaba explícitamente en la declaración inicial y probablemente fue el factor decisivo para mantener el tipo de interés de los depósitos sin cambios en el 2,50%. La comunicación del BCE ahora parecería significativamente más equilibrada. En particular, el énfasis en las condiciones de financiación más estrictas modificaba el tono general, inclinándolo hacia menos subidas de tipos de interés de las que los mercados habían anticipado. Además, es probable que las tensiones en torno a Francia persistan en los próximos meses. La dimisión de la presidenta Lagarde, efectiva a partir del 7 de febrero de 2027, brinda a los jefes de Estado y de Gobierno de la Eurozona la oportunidad de buscar un acuerdo para los puestos vacantes del Consejo Ejecutivo. Las encuestas actuales sugieren que Hernández de Cos, exgobernador del Banco de España, y Klaas Knot, exgobernador del Banco Central de los Países Bajos, son los principales candidatos a la presidencia del BCE.

Otros bancos centrales: el Banco de Japón mantenía tipos y preparaba el camino para una subida en diciembre, declarando haber ganado la batalla de 14 años contra la deflación. Además, sorprendía al acelerar el ritmo de ventas de ETFs. Por su parte, el Banco de Canadá subía tipos por primera vez en tres años, hasta el 2,5%, para combatir una inflación incómodamente elevada, mientras que el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda sorprendía al dejar el tipo oficial en el 2,75%.

En EEUU, el Índice de Confianza del Consumidor del Conference Board subía a 91,7 en octubre, superando la estimación consensuada y marcando la lectura más alta desde junio, así como el primer aumento mensual en cuatro meses. Ambos subíndices mejoraban; el índice de situación actual subía de 111,8 a 120,4, y el índice de expectativas subía de 65,7 a 72,6. Sin embargo, este último se mantenía por debajo del umbral de 80 históricamente asociado con el riesgo de recesión. El diferencial laboral —empleos abundantes menos empleos difíciles de conseguir— mejoraba de 2,9 a 5,3, y era el principal impulsor del informe. Mientras tanto, las expectativas de inflación a un año se moderaban del 5,1% al 4,7%, favorecidas por un retroceso en los precios de la gasolina. Este resultado contrastaba con la lectura final de octubre de la Universidad de Michigan de 48, un mínimo de cinco meses, y reflejaba la conocida divergencia entre las dos encuestas. El informe del Conference Board se centra en las condiciones laborales, mientras que el de la Universidad de Michigan se centra en la inflación y el poder adquisitivo. El dato de crecimiento de los pedidos de bienes duraderos en septiembre fue del 1,8%, ligeramente por debajo del consenso, pero representaba el mayor aumento mensual en cinco meses. La cifra principal era impulsada por el equipo de transporte, que aumentaba un 4,6%, con un incremento del 28,4% en los pedidos de aeronaves. Excluyendo el transporte, los pedidos aumentaban un más modesto 0,5%. El gasto de capital básico (pedidos de bienes de capital no relacionados con la defensa, excluyendo las aeronaves) también aumentaba un 0,5%, aunque esta cifra resultaba inferior al 1,6% de agosto. Los envíos de bienes de capital básicos, que son un insumo directo del PIB, se aceleraban al 1,2% desde el 0,6%. En general, este resultaba un informe sólido, con la cifra principal impulsada por la volatilidad en los pedidos de transporte.

En EEUU, el dato del PIB del 3º Trim. resultaba sólido debido al consumo y a las inversiones en IA. Sin embargo, los altos inventarios y los bajos salarios reales podrían frenar el crecimiento en el futuro. El crecimiento del PIB del 3º Trim. resultaba ligeramente

superior al esperado, alcanzando el 3,4% anualizado. El consumo personal volvía a crecer con fuerza, un 3,8% intertrimestral. Las inversiones también contribuían significativamente al crecimiento, añadiendo 1,66pp, puntos porcentuales, a la cifra principal. Gran parte de esto puede atribuirse a las inversiones en inteligencia artificial (IA). Sin embargo, cabe destacar que los inventarios contribuían con una cantidad similar (1,61pp), lo que podría restar al crecimiento futuro. Las exportaciones netas restaban 3,3pp, probablemente debido en gran medida a las inversiones en IA. El gasto público añadía 0,9pp a la cifra principal. Mientras tanto, el deflactor del PIB intertrimestral resultaba inferior al esperado, con una tasa anualizada del 2,3%, probablemente debido a la volatilidad de los precios del petróleo. La medida PCE subyacente correspondiente también resultaba mejor en 2,5%, ligeramente por encima de las expectativas. Los datos mensuales de precios PCE subyacente se situaban en línea con las expectativas en 0,3%, lo que resultaba en un ligero aumento en la medida interanual, que subía de 3,0% a 3,1%. El deflactor general del consumo (PCE) repuntaba en septiembre al 3,6% desde el 3,4%. El gasto personal se desaceleraba hacia el final del trimestre, cayendo de 0,9% a 0,5% mes a mes. En términos reales, caía de 0,5% a cero. Esto relativiza un poco la fuerte tasa de crecimiento trimestral. El ingreso personal se moderaba aún más, cayendo de 0,3% a 0,2%. Esto reducía la tasa de ahorro de 4,0% a 3,8%. El ingreso disponible real disminuía un 0,3% con respecto al mes anterior. En general, la economía estadounidense se expandía a un ritmo rápido en el 3º Trim. Sin embargo, los altos inventarios y la moderación en el consumo y los ingresos hacen menos probable que esto continúe en el 4º Trim. Esto explicaría el tono algo menos restrictivo de la Reserva Federal, a pesar de su optimismo sobre el ritmo actual del dinamismo económico, en un contexto de inflación que se mantiene por encima del objetivo.

En la Eurozona, en Francia, el bono encontraba cierto alivio después de que Moody's mantuviera el rating soberano en Aa3, condicionado a la aprobación de un presupuesto compatible con la reducción del déficit en 2027, a lo que se sumaban unas protestas más calmadas durante el fin de semana. En Italia, el Gobierno de Meloni aprobaba su presupuesto para 2027 tras lograr de la UE una flexibilización temporal y parcial de las reglas fiscales bajo la Cláusula de Escape Nacional. El plan incluye rebajas de impuestos y aumentos del gasto por valor de €23.500 millones, financiados en parte con un impuesto especial a las entidades financieras y, previsiblemente, a las energéticas, con un déficit que subiría al 3,4% en 2027 desde el 2,9% previsto para 2026, antes de bajar al 3,2% en 2028. En Alemania, los datos dejaban una lectura algo mejor de lo esperado; el PIB del 3º Trim. crecía un 0,2% trimestral en su estimación preliminar, frente al 0,1% previsto y el 0,3% anterior, el Índice Ifo mejoraba hasta 90,2, por encima de los 90,0 esperados, y el desempleo aumentaba en 4.000 personas, menos de lo previsto. En precios, el IPC de octubre bajaba un 0,2% mensual, frente a la subida del 0,1% esperada y el 0,6% del mes anterior. Por último, un informe de la agencia estatal de comercio e inversión prevé que el déficit comercial alemán con Asia-Pacífico alcance un récord de casi €146.000 millones en 2026, con una caída de las exportaciones del 3,2% y un aumento de las importaciones del 6,4%, reflejo del deterioro de las ventas a China.

En Alemania, el sentimiento empresarial mejoraba aún más en octubre, con el Índice de Clima Empresarial Ifo subiendo a 90,2 puntos desde 89,9 en septiembre. El aumento se debió a expectativas más optimistas, mientras que las empresas evaluaban su situación actual como ligeramente peor. Esta divergencia sugiere que la recuperación económica continúa, pero que la mejora sigue siendo más visible en las perspectivas de las empresas que en las condiciones comerciales actuales. El sector manufacturero daba la señal más fuerte: su índice subía significativamente y las empresas evaluaban tanto su situación actual como sus expectativas como sustancialmente mejores. Ambos indicadores volvían a terreno positivo por primera vez en más de tres años. Los pedidos entrantes también aumentaban, lo que impulsaba a los fabricantes a planificar una expansión de la producción. En conjunto, estos desarrollos apuntaban a una estabilización más amplia de la actividad industrial y planteaban la posibilidad de que una mayor confianza pudiera comenzar a traducirse en una mayor producción. El panorama en otros sectores era mixto. En servicios, el clima empresarial sufría un revés, ya que las empresas se mostraban menos satisfechas con el desempeño actual, debido a que los altos precios de la energía pesaban sobre el gasto en consumo privado. En comercio, el indicador se mantenía sin cambios: las evaluaciones de la situación actual se

deterioraban, las expectativas aumentaban ligeramente y el comercio mayorista tenía un mejor desempeño que el minorista. La construcción también mejoraba, con empresas notablemente más satisfechas con el negocio actual y expectativas fortalecidas, probablemente debido en gran parte a las inversiones en infraestructura de Alemania. La mejora significativa en la manufactura es particularmente alentadora, pero las evaluaciones más débiles de la situación actual en partes de la economía mostraban que los altos precios de la energía todavía pesaban sobre la economía. En general, la encuesta de octubre respalda la opinión de que la recuperación de Alemania está ganando velocidad.

En Italia, el gobierno de Meloni aprobaba su presupuesto para 2027 tras lograr de la UE una flexibilización temporal de las reglas fiscales bajo la Cláusula de Escape Nacional. Contempla recortes de impuestos y aumentos del gasto por $23.500 millones financiados en parte con un impuesto especial a las empresas financieras y probablemente a las energéticas. Así, el déficit aumentaría al 3,4% en 2027 desde el 2,9% previsto para 2026, para bajar al 3,2% en 2028.

En el Reino Unido, el primer presupuesto de John Healey plasmaba una colección de medidas en su mayoría pequeñas, con concesiones a corto plazo algo mayores de lo esperado. El endeudamiento aumentará en £8.000 millones, o el 0,2% del PIB, este año fiscal y en £4.000 millones en 2027/28. El apoyo se centraba en los hogares y las empresas, incluyendo un pago de £100 para alrededor de 20 millones de hogares, una extensión del IVA reducido en la electricidad y la congelación del impuesto sobre los combustibles hasta julio, y alivio en los impuestos comerciales. Estas medidas se financian parcialmente a través de aumentos de impuestos específicos, incluyendo un aumento de 3pp en el recargo del impuesto de sociedades bancario y mayores impuestos sobre los ingresos por juegos de azar, la propiedad y el ahorro. Las previsiones de la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria, OBR, resultaban algo sorprendentes. El crecimiento en 2026 se elevaba ligeramente del 1,1% al 1,2%, pero se reducía drásticamente del 1,6% a solo el 1,0% para 2027. La consolidación fiscal permanecía prácticamente sin cambios, pero se retrasaba, nuevamente, dependiendo de un mayor crecimiento de los ingresos y de planes de gasto más ajustados para lograr la consolidación a partir de 2029-30. Se espera que el déficit primario estructural disminuya en alrededor del 0,6% del PIB anualmente para 2030/31. Para 2029/30, el déficit se revisaba al alza hasta el 2,1% del PIB, dejando £15 mil millones de margen fiscal. El ministro de Hacienda se mantenía fiel al guion: algo más de apoyo en el próximo año y un ajuste fiscal algo más concentrado en el final del año. Es importante destacar que varias decisiones difíciles, incluyendo la financiación del gasto en defensa del 3% del PIB para 2030, la reforma del bienestar y los recortes del gasto departamental, se habrían pospuesto hasta la revisión del gasto del próximo año. En general, el margen proyectado parece bastante frágil: un aumento de 1pp en los rendimientos de los bonos del Estado agregaría aproximadamente £13 mil millones al déficit actual de 2029-30, casi eliminando el colchón de £15 mil millones. Solo 0,1pp menos de crecimiento del PIB nominal de 2027-28 agregaría alrededor de £5 mil millones al déficit de 2029-30.

En China, el Partido Comunista celebraba su quinto pleno, centrado en reforzar la disciplina interna y la lucha contra la corrupción más que en nuevos estímulos, ya que el crecimiento del 3º Trim. se situaba en línea con el objetivo. Sin embargo, la economía seguía mostrando una evolución en forma de K, con la demanda doméstica muy debilitada, y el CSI 300 se encaminaba a su mayor caída mensual en una década.■

INFORMACIÓN LEGAL

Este documento sirve, entre otras cosas, como comunicación comercial.

La información contenida en este documento se refiere a los servicios de inversión y de asesoramiento patrimonial de PBI Gestión Agencia de Valores, S.A., una empresa de servicios de inversión debidamente registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) bajo el número 102. Se pueden consultar más datos sobre PBI en el sitio web de la CNMV (www.cnmv.es).

Con el documento no se entrega ninguna oferta para la venta, la compra o la suscripción de valores u otros títulos. Este documento sólo contiene breve información sobre los servicios de PBI y no divulga todos los riesgos y demás aspectos relevantes para la inversión potencial a través de los servicios de PBI.

La información detallada en este documento y las opiniones expresadas en él son manifestación de las estimaciones de PBI Gestión AV en el momento de su publicación y se pueden modificar en cualquier momento sin aviso previo.

Los datos sobre afirmaciones relativas al futuro reflejan el punto de vista y las expectativas de PBI Gestión AV. No obstante, los resultados reales pueden desviarse considerablemente de las expectativas.

Todos los datos se han reunido con el preciso cuidado. Sin embargo, no se asume ninguna responsabilidad ni se ofrece ninguna garantía por la corrección y la integridad de los datos.

El valor de todas las inversiones puede subir o bajar, por lo que es posible que no recupere la totalidad del importe invertido.

El tratamiento fiscal depende las circunstancias personales del inversor y puede estar sujeto a cambios. Por favor, consulte con su experto fiscal acerca de las disposiciones actuales en España o en su lugar de residencia.

Los resultados históricos no son un indicador fiable de resultados futuros.

© 2026 PBI Gestión Agencia de Valores. Todos los derechos reservados.

#435

PBI