

# Claves de la semana

## Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 25 al 29 de noviembre de 2024

Madrid, 25 de noviembre de 2024



*Mejor Directiva de Gestora Grande*  
**Belén Blanco Jerez**



*Mejor Director de Inversiones*  
**Eduardo García Hidalgo**



**BBVA Plan Mercado Monetario, PPI**  
*Mejor Plan de Pensiones RF Corto Plazo*



*Firmante de*  
**los UNPRI**



*Firmante The Net Zero*  
**Asset Managers**

# Monitor de Mercado

		INDICES RENTA VARIABLE					
		Actual	Día	Ult. 7 días	MTD	YTD	Ult. 12 mes.
EUROPA	MSCI Europe	170,3	1,18%	1,15%	0,58%	6,00%	10,94%
	EUROSTOXX 50	4.789,1	0,70%	-0,12%	-0,80%	5,92%	10,04%
	UK	8.262,1	1,38%	2,46%	1,87%	6,84%	10,61%
	ALEMANIA	19.322,6	0,92%	0,58%	1,28%	15,35%	21,09%
	FRANCIA	7.255,0	0,58%	-0,20%	-1,30%	-3,82%	-0,08%
	ESPAÑA	11.656,6	0,39%	0,18%	-0,14%	15,39%	17,89%
ITALIA	33.494,8	0,60%	-2,04%	-2,29%	10,36%	14,89%	
USA	S&P 500	5.969,3	0,35%	1,68%	4,63%	25,15%	31,00%
	S&P 100	2.869,1	0,17%	1,19%	4,10%	28,30%	33,11%
	NASDAQ	19.003,7	0,16%	1,73%	5,02%	26,60%	33,21%
	DOW JONES	44.296,5	0,97%	1,96%	6,07%	17,53%	25,58%
JAPÓN	NIKKEI	38.283,9	0,68%	-0,93%	-2,04%	14,40%	14,44%
EMERGENTES (C)	GLOBAL	631,1	1,01%	1,01%	1,34%	16,20%	18,52%
	EUROPA	40,1	0,37%	0,61%	2,27%	-0,99%	4,43%
	ASIA	458,5	0,19%	1,03%	0,41%	16,68%	16,70%
	LATAM	1.998,1	1,74%	1,52%	2,36%	-16,98%	-11,64%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	3.766,0	0,33%	1,49%	3,26%	18,83%	25,33%

		TIPOS DE INTERÉS				
		USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses		4,54	2,74	2,51	4,75	0,14
1 Año		4,40	2,30	2,23	4,56	0,46
3 Años		4,31	2,31	1,91	4,12	0,61
5 Años		4,29	2,55	2,06	4,24	0,75
10 Años		4,40	2,97	2,24	4,39	1,09
30 Años		4,59	3,63	2,50	4,86	2,30

		BONOS					
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Monetario		151,4	0,04%	0,10%	0,25%	3,34%	3,83%
Crédito		239,0	0,21%	0,13%	0,98%	4,38%	8,18%
Gobiernos		713,8	0,33%	0,40%	1,08%	2,06%	6,49%
RF Emergente		1269,3	0,37%	1,39%	4,22%	13,08%	18,77%
High Yield		370,6	0,02%	-0,01%	0,36%	7,78%	11,91%

		MATERIAS PRIMAS					
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Petróleo		75,2	1,27%	5,81%	2,75%	-2,43%	-8,28%
Oro		2716,2	1,74%	5,97%	-1,01%	31,66%	36,48%
Metales		144,0	0,38%	5,49%	5,45%	15,49%	28,32%

		DIVISAS					
		Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Eur/Dólar		1,04	-0,53%	-1,16%	-4,28%	-5,63%	-4,32%
Eur/Yen		161,24	-0,39%	-0,87%	-2,56%	3,54%	-0,98%
Eur/Libra		0,83	-0,08%	-0,47%	-1,47%	-4,11%	-4,61%

\* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

\* Datos de cierre 22-nov.-24

## Cierre Semanal

Si hubiera que elegir el título de una canción que describiera la evolución política en 2024, el excelente tema “Wind of Change” de la banda alemana Scorpions no tendría muchos rivales. En efecto, estamos terminando un año extraordinariamente relevante en el ámbito electoral, ya que aproximadamente la mitad de la población mundial ha sido llamada a las urnas y los resultados, con pocas excepciones, han revelado que los votantes apuestan por un agresivo cambio de rumbo.

Además de las votaciones ya previstas en Taiwán, Indonesia, Turquía, India, México, Unión Europea, Reino Unido y Estados Unidos, tuvimos un buen número de procesos electorales adelantados. En Francia, el presidente Macron sorprendió a los mercados al convocar elecciones anticipadas en junio, después de que su alianza centrista fuera derrotada en las elecciones europeas por el partido de extrema derecha de Marine Le Pen. También los japoneses fueron a las urnas anticipadamente después de la renuncia del primer ministro Kishida. Finalmente, en Alemania, también se han adelantado las elecciones federales a febrero de 2025, tras el colapso de la coalición gubernamental.

Y el resultado de estos procesos, con pocas excepciones, confirmó el “Viento de Cambio” anteriormente mencionado, ya que los partidos en el poder sufrieron retrocesos, en algunos casos apabullantes. De hecho, 2024 fue la primera vez en la historia que todos los partidos gobernantes que se enfrentaron a las elecciones en un país desarrollado perdieron porcentaje de votos. También en algunos países emergentes pasó lo mismo y, de esta forma, se debilitó el apoyo popular a los partidos en el gobierno en India y Turquía.

En Francia salió de las urnas un parlamento aparentemente ingobernable. De igual manera, la coalición gobernante de Japón perdió su mayoría en la cámara baja. En Alemania, las encuestas sugieren que se volverá a una coalición bipartidista después de las elecciones de febrero de 2025. Por último, en las elecciones estadounidenses, las encuestas no anticiparon la arrolladora victoria electoral de Trump, que se hizo con todos y cada uno de los estados bisagra, con una clara mayoría en el voto popular y con el control republicano de ambas cámaras legislativas.

De forma abrumadora, como hemos visto, los votantes apostaron por un cambio de políticas económicas, aunque sean cuales sean sus preocupaciones, la sostenibilidad fiscal de los distintos países y las crecientes cargas de deuda pública no parecen estar entre ellas. En Estados Unidos, la dinámica fiscal fue ignorada en gran medida en la campaña electoral, y tomar las propuestas de política de Trump al pie de la letra implicaría un deterioro adicional significativo de la ya débil posición fiscal americana, dada la fuerte bajada impositiva que prometió el presidente electo.

En el Reino Unido, el primer acto importante del nuevo gobierno fue implementar un gran aumento del gasto, cubierto sólo parcialmente por impuestos más altos. En Francia, aunque el gobierno se verá obligado a intentar una cierta consolidación fiscal, el déficit público seguirá instalado en el 5% del PIB del país. En Japón, el gobierno acaba de aprobar un presupuesto suplementario de 13,9 billones de yenes. Incluso en Alemania, un país fiscalmente conservador, se debate intensamente sobre la posibilidad de eludir el límite de endeudamiento público, consagrado en la constitución del país.

La voluntad popular, como vemos, no parece muy dispuesta a seguir los llamamientos a la cautela fiscal del FMI, aun cuando los niveles de deuda pública ya son muy elevados. Aunque el debate sobre la sostenibilidad de la deuda no tendría por qué afectarnos negativamente en el corto plazo, en algún momento deberán abordarse seriamente estos problemas, dado que buena parte del gasto fiscal corriente de los países está afectado por elementos estructurales no productivos, derivados del deterioro demográfico y la creciente carga que supone el pago de intereses de la deuda pública.

En cualquier caso, los nuevos gobiernos irán implementando sus políticas a lo largo del año 2025. En Estados Unidos, el control de las cámaras le otorga al presidente electo Trump un amplio margen en este sentido. Los nombramientos para su próximo gabinete son indicativos de su deseo de acometer profundos cambios políticos y los elegidos son, en general, considerados del ala dura. No obstante, la elección de Scott Bessent como nuevo Secretario del Tesoro, ha sido favorablemente percibida y los analistas han destacado el perfil moderado y el profundo conocimiento de los sistemas financieros globales del fundador de la firma Key Square Group.

Tras la toma de posesión de Trump, el cambio de política más inmediato podría ser en el ámbito de la inmigración. Como anunció la semana pasada su secretario de prensa, las "deportaciones masivas" comenzarían desde su primer día en el cargo. Del mismo modo, el freno regulatorio también sería relativamente rápido. En materia de impuestos y de aranceles, sin embargo, los tiempos podrían dilatarse.

Cambiando completamente de tema, los bancos centrales volverán a ganar protagonismo en las próximas semanas y las decisiones de política monetaria en las reuniones de diciembre se presentan inciertas. En estos momentos, la probabilidad de que la Fed baje nuevamente los tipos el mes que viene se mantiene por debajo del 60%. El repunte de los precios en octubre, junto con las declaraciones de los miembros del FOMC y del propio Powell, que se muestran más cautelosos y menos propensos a mantener en el mismo ritmo el recorte de las tasas, han hecho pensar a los inversores que no sería descabellado que la Reserva Federal decidiera pausar el proceso en diciembre.

No obstante, los datos que más han influido en el mercado esta semana han sido los europeos, ya que los PMI sorprendieron marcadamente a la baja y el indicador compuesto para el conjunto de la eurozona pasó de los 50,0 a los 48,1 puntos, con debilidad tanto en el sector manufacturero como en el de servicios. Por otra parte, el indicador preliminar de confianza del consumidor de la Comisión Europea disminuyó con claridad en noviembre, mientras

que el PIB alemán del tercer trimestre se revisó a la baja, hasta el 0,1% trimestral. En conjunto, estos datos apuntan a un mayor riesgo de deterioro de la actividad económica en la zona del euro. Para complicar el panorama, los detalles del IPC final de octubre en la eurozona fueron un poco más firmes de lo que sugería el informe preliminar, con un mayor repunte de la inflación de los servicios. Además, los salarios negociados en el tercer trimestre repuntaron agresivamente en el conjunto de la eurozona y alcanzaron el máximo desde que existen registros.

Si tenemos en cuenta los datos de debilidad económica, el deterioro de las encuestas y los persistentes riesgos inflacionistas, el próximo movimiento de política del BCE es una incógnita y, en estos momentos los mercados piensan que es igualmente probable una bajada de tipos de 50 puntos básicos en diciembre, que otra de 25 puntos básicos.

## Renta Variable

La volatilidad se adueñó de los índices mundiales de renta variable durante la última semana, aunque terminaron repuntando un 1,5%, gracias al impulso del S&P 500, que consiguió cerrar al alza en todas y cada una de las sesiones de la semana.

El apetito por el riesgo continuó siendo máximo al otro lado del Atlántico y los inversores volvieron a centrarse en los rincones más especulativos del mercado, animados por las previsibles políticas expansivas de Trump y por una mayor tranquilidad en los mercados de deuda.

La “barrida roja”, con la victoria de Trump y el liderazgo de los republicanos en las dos cámaras, siguió impulsando el optimismo de los inversores sobre la renta variable, animada por los aspectos más positivos de lo que se prevé que sea su política, en principio favorable a la actividad empresarial. Entre los principales aspectos que se cotizan en positivo se encuentra el recorte de impuestos, al estimarse que se prolongará la ley impulsada por Trump en 2017, y la relajación de los aspectos regulatorios.

En este contexto, la renta variable estadounidense se vio beneficiada, mientras que la europea o la china se vieron lastradas por la posibilidad de que Trump cumpla sus amenazas y eleve con fuerza los aranceles. En Europa, cotizó además su propia incertidumbre política y su debilitamiento económico, mientras que, en China, tras la expectativa positiva generada con el anuncio de consecutivos paquetes de estímulo, los inversores siguen esperando, cada vez con más escepticismo, un paquete de apoyo a los consumidores.

Las tensiones geopolíticas, exacerbadas tras la decisión de Biden de autorizar a Ucrania a utilizar misiles de largo alcance en territorio ruso y la respuesta posterior de Putin, que consideró esta autorización como una escalada en el conflicto, también elevaron, aunque muy ligeramente, la tensión en los mercados. En este sentido, Ucrania reportó el lanzamiento de un misil balístico intercontinental por parte de Rusia. Del mismo modo, preocupó al mercado la aprobación por parte de Putin de una nueva doctrina que permite el uso de armamento nuclear ante un ataque militar convencional que ponga en peligro la soberanía del país.

La aparente tranquilidad del mercado ante el aumento del riesgo geopolítico se debe a la expectativa de que Trump pueda favorecer un armisticio entre Rusia y Ucrania a partir de enero, después de que asegurara que terminaría con el conflicto en una semana. Putin ha manifestado que está dispuesto a negociar, y, al menos, se estima que se reabrirá la mesa de negociaciones y que el final de la guerra podría estar cerca. No obstante, el escenario es muy complicado, y las negociaciones no serán fáciles.

Así las cosas, el índice S&P 500 cerró la semana con un saludable repunte del 1,7%, impulsado por los sectores de consumo estable, materias primas e inmobiliario. Por el contrario, los sectores “growth” ocuparon los últimos puestos del ranking sectorial, penalizados por la fría acogida de los resultados de Nvidia.

La mayor compañía del mundo presentó unas cuentas espectaculares, pero generó de nuevo dudas respecto al calendario de sus nuevos productos. Los inversores, posicionados para una nueva presentación de resultados estelar de la compañía, se sintieron en cierta manera decepcionados por la previsión de ingresos que hizo Nvidia para el cuarto trimestre. Aunque la cotización del valor retrocedió en el cómputo semanal, ya había subido con fuerza en días anteriores a la presentación de sus beneficios.

En Europa, las bolsas cerraron con pocos cambios semanales. Destacó en negativo la bolsa italiana, que se dejó un 2% de su valor, mientras que los mercados de Reino Unido y Alemania mostraron un mejor desempeño relativo. En cuanto al comportamiento sectorial, destacaron las alzas de las empresas farmacéuticas, inmobiliarias y tecnológicas. El sector financiero, por su parte, se vio especialmente penalizado por los malos datos económicos publicados a este lado del Atlántico.

Para terminar, la bolsa japonesa cerró con una caída semanal del -1%, mientras que los mercados bursátiles emergentes acabaron la semana con alzas de la misma magnitud, con un ligero mejor comportamiento relativo de las bolsas latinoamericanas.

## Renta Fija

Las rentabilidades de la deuda pública de Estados Unidos y Alemania profundizaron esta semana en su divergencia, en un contexto de consolidación de niveles de rentabilidad. La relativa fortaleza que han seguido mostrando en Estados Unidos indicadores como el paro semanal o las ventas de viviendas, contrastan con la debilidad reflejada por los índices PMI preliminares de noviembre en la eurozona.

El rendimiento de los bonos soberanos a 10 años en Estados Unidos retrocedió en el entorno de los 4 puntos básicos, hasta niveles del 4,40%. La referencia a 2 años, por su parte, registró un aumento de rentabilidad de 7 puntos básicos, hasta el 4,37%. Se aplanó de nuevo, por lo tanto, la pendiente de la curva de tipos estadounidense.

En Alemania, el tipo soberano a 10 años pasó del 2,35% al 2,24%, cotizando la debilidad de los indicadores adelantados. La rentabilidad del bono a 2 años perdió la cota del 2,0% por primera vez desde diciembre de 2022 y cerró la semana con una caída de 13 puntos básicos.

También en Europa, las primas soberanas tendieron a repuntar, en coherencia con los riesgos económicos y políticos. Las dificultades políticas de España (difícil gobernabilidad y denuncias de corrupción), provocaron que el diferencial entre la deuda española y la alemana subiera con claridad en la sesión del viernes.

No obstante, la caída en el rendimiento de los bonos alemanes fue de mayor magnitud que los repuntes en las primas periféricas, lo que favoreció un moderado aumento semanal de precio en los bonos soberanos europeos. El crédito corporativo mostró un peor comportamiento semanal, tanto en el segmento de grado de inversión como en el de “high yield”.

## Materias primas

La peor situación geopolítica en Ucrania provocó un repunte del 5% semanal en los precios del barril Brent, que recuperó la cota de los 75 dólares. Por el mismo motivo, los precios del oro retomaron su reciente tendencia alcista y, junto con los metales industriales, experimentaron también un repunte de precios semanal cercano al 5%.

## Divisas

Los diferenciales de rentabilidad a corto plazo entre Estados Unidos y Alemania se siguieron ampliando, con lo que la divisa comunitaria continuó con su fuerte depreciación frente al billete verde. El euro llegó a perder la cota de los 1,04 dólares en la sesión del viernes, aunque terminó cerrando marginalmente por encima de esta cota. La fragilidad de los PMI preliminares de noviembre llevó al euro a ser la divisa más débil de la semana.

## Datos macroeconómicos publicados en Europa

La semana macroeconómica europea era importante, ya que se publicaban los indicadores adelantados PMI del mes de noviembre y había gran expectación por conocer la reacción de los empresarios europeos a la victoria electoral de Donald Trump. La respuesta que dieron las encuestas fue significativamente peor de la esperada, lo que llevó bruscamente al índice de sorpresas económicas de Citigroup a terreno negativo.

Comenzando precisamente por aquí, el PMI compuesto preliminar de noviembre en la eurozona se hundió hasta los 48,1 puntos, desde los 50,0 anteriores. La debilidad fue generalizada y afectó tanto al sector manufacturero como al de servicios. Especialmente preocupantes fueron las lecturas de los índices en Francia, mientras que en Alemania el PMI manufacturero se recuperó levemente desde su lectura de octubre, aunque la sorpresa positiva fue completamente eclipsada por el desplome del indicador de servicios, que volvió a zona de contracción por primera vez desde el pasado mes de febrero. En el Reino Unido, no fueron mucho mejor las cosas y el PMI compuesto, que llevaba 12 meses consecutivos por encima de los 50,0 puntos, perdió este nivel en noviembre. Del mismo modo, la confianza del consumidor en la eurozona se deterioró en noviembre, al pasar de los -12,5 a los -13,7 puntos. El consenso de analistas había previsto una lectura similar a la del mes de octubre.

En el mundo de los precios, no hubo sorpresas en la lectura final del IPC de octubre en la eurozona, que confirmó la validez de la primera estimación y mostró un crecimiento del 2,0% interanual en tasa general y del 2,7% en tasa subyacente. Sin embargo, la inflación de octubre en Reino Unido salió bastante por encima de lo esperado y el IPC general se situó en el 2,3% interanual. La tasa subyacente superó por dos décimas los pronósticos de los analistas y alcanzó un crecimiento del 3,3% interanual. La importante inflación de servicios, por último, se fortaleció desde el 4,9% al 5,0% interanual.

En la eurozona, el dato de crecimiento salarial del tercer trimestre habrá preocupado sin duda al BCE, ya que registró la mayor subida desde que existen registros. Así, los salarios negociados alcanzaron un crecimiento interanual del 5,4%, muy por encima del 3,5% del segundo trimestre y liderados por la evolución salarial alemana.

Las decepciones macroeconómicas se ampliaron en la sesión del viernes, tras publicarse una revisión a la baja del PIB del tercer trimestre en Alemania, que pasó del 0,2% trimestral de la lectura preliminar al 0,1% final. En Reino Unido, por su parte, las ventas minoristas de octubre cayeron un fuerte -0,9% mensual, cuando el consenso había previsto un retroceso del -0,4%.

En España, las ventas de viviendas vivieron su mejor mes de septiembre desde que existen los registros del INE y se impulsaron un 41,5% interanual. La desescalada de los tipos hipotecarios ha revitalizado la actividad de compraventa de viviendas, lo que permitió que se completaran un total de 61.887 transacciones mensuales. Por su parte, el déficit de la balanza comercial española se mantuvo elevado en septiembre, aunque los 3.291 millones de euros registrados bajaron respecto de los 4.763 millones del mes de agosto.

## Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

En Estados Unidos, la agenda macroeconómica fue más ligera y los datos publicados fueron mixtos pero, en general, siguieron apuntando a un escenario de resistencia de la actividad económica.

En el mundo de las encuestas, el PMI compuesto preliminar de noviembre se situó en unos sorprendentes 55,3 puntos, superando con claridad tanto los 54,1 anteriores como los 54,3 previstos por los expertos. La fortaleza del componente de servicios estuvo detrás de la sorpresa alcista del indicador. Sin embargo, la confianza del consumidor de la Universidad de Michigan de noviembre se revisó a la baja y pasó de los 73,0 a los 71,8 puntos, por debajo de lo estimado, a pesar de que se había previsto que la victoria de Trump y su agenda impositiva podría haber tenido un efecto positivo sobre la confianza de los consumidores americanos. Lo que sí parecieron anticipar los consumidores fueron unos mayores riesgos inflacionistas, ya que la expectativa de inflación a un plazo entre los 5 y los 10 años se situó en el 3,2%, máximos desde noviembre de 2023. En otro orden de cosas, el índice manufacturero de la Fed de Filadelfia no confirmó la favorable lectura del índice de Nueva York y volvió a zona de contracción, al situarse en los -5,5 puntos, desde los 10,3 anteriores y frente a los 8,0 puntos que había pronosticado el mercado. Por el contrario, el índice de confianza de los constructores del mes de noviembre subió con fuerza desde los 43 a los 46 puntos, cuando el mercado había proyectado una lectura de 42 puntos.

Se sucedieron durante la semana los datos de actividad inmobiliaria y las construcciones iniciales de viviendas del mes de octubre quedaron por debajo de las previsiones del consenso, al retroceder un -3,1% mensual, penalizadas por el paso de los huracanes. Por su parte, los permisos de construcción cayeron un -0,6%, frente a la subida del 0,7% que esperaban los analistas. Sin embargo, las ventas de viviendas de segunda mano se ajustaron a las proyecciones de los analistas y crecieron un 3,5% en octubre.

Para terminar, las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo marcaron mínimos desde el mes de abril y se situaron en las 213.000 peticiones, muy por debajo de las 220.000 esperadas por el consenso.

## Datos macroeconómicos publicados en Asia.

En Japón, el IPC de octubre repuntó un 2,3% interanual, tanto en tasa general como subyacente, muy en línea con lo esperado. En cuanto al PMI compuesto preliminar de noviembre, se recuperó ligeramente y pasó de los 49,6 a los 49,8 puntos, gracias al mejor dato del componente de servicios. También en Japón, los datos de comercio exterior de octubre superaron las proyecciones del mercado: las exportaciones crecieron un 3,1% interanual, frente al 1,0% esperado. Las importaciones, por su parte, repuntaron un 0,4% interanual, cuando se había anticipado una caída del -1,9% interanual.

Por otra parte, como se esperaba, las autoridades monetarias chinas dejaron sin cambios los tipos preferenciales para préstamos a 1 y 5 años en el 3,10% y el 3,60%, respectivamente.

# Catalizadores Semanales

La agenda macroeconómica mundial sigue siendo relevante y contaremos con algunas referencias interesantes en el ámbito de los precios, con la métrica de inflación favorita de la Fed de octubre en Estados Unidos y los datos preliminares del IPC de noviembre en la eurozona. El conjunto de datos macroeconómicos estadounidenses se concentrará entre el martes y el miércoles, por la celebración del Día de Acción de Gracias.

## En España:

- **Índice de precios de producción del mes de octubre (25-nov).** Arrancaremos la semana con los precios de producción de octubre, que continúan retrocediendo en cómputo interanual. En septiembre, el IPP mostró una fuerte caída mensual del -2,3%, lo que llevó la tasa interanual hasta el -5,2%. El indicador lleva desde febrero de 2023 en territorio negativo, lo que pone de manifiesto la profunda crisis industrial por la que atraviesa Europa.
- **Estadística hipotecaria del mes de septiembre (28-nov).** Tras el fortísimo repunte que experimentaron las ventas de viviendas en septiembre, es previsible que la actividad hipotecaria se haya mantenido igualmente sólida, impulsada por la caída de los tipos hipotecarios. En agosto, se firmaron un total de 38.500 hipotecas, lo que supuso un crecimiento del 6,5% interanual. El capital prestado total, sin embargo, retrocedió un -3,5% respecto de los niveles de agosto de 2023.
- **IPC preliminar del mes de noviembre (28-nov).** La inflación armonizada de España habría repuntado con claridad en noviembre y los expertos han pronosticado que pasará del 1,8% al 2,5% interanual. La energía será la principal fuente de presión alcista, ya que no se repetirá la fuerte caída de los precios de los combustibles y de las facturas eléctricas de los hogares que vimos en el mismo mes de 2023. La inflación de los servicios subió hasta el 3,5% en octubre, desde el 3,4% anterior, pero la subida se explica por componentes volátiles como los paquetes vacacionales y el alojamiento. Excluyendo estas partidas, la presión de precios generada a nivel interno continuó disminuyendo. Es probable que la inflación general vuelva a subir en diciembre, debido a efectos de base desfavorables, antes de retomar su trayectoria descendente. En cuanto al IPC subyacente, también habría repuntado ligeramente en noviembre y los analistas han pronosticado una lectura de del 2,6% interanual, desde el 2,5% del mes de octubre.
- **Ventas minoristas del mes de octubre (29-nov).** El viernes conoceremos el primer dato de actividad económica real de octubre, con la publicación de las ventas minoristas. En septiembre, las ventas minoristas corregidas por estacionalidad aumentaron un sólido 4,1% interanual, gracias a un significativo repunte del 1,0% mensual. Las ventas minoristas acumulan 24 meses consecutivos de crecimiento interanual en España.
- **Balanza por cuenta corriente del mes de septiembre (29-nov).** Terminaremos la semana con el dato de balanza por cuenta corriente, que en agosto mostró un fuerte superávit de 5.600 millones de euros. En lo que llevamos del año 2024, la balanza por cuenta corriente está arrojando un superávit ligeramente superior al 3% del PIB.



## En Europa:

- **Encuesta IFO de sentimiento empresarial de noviembre en Alemania (25-nov).** Tras la decepción que supuso la publicación de los PMI preliminares de noviembre, el consenso de analistas ha pronosticado un ligero deterioro en la encuesta IFO alemana, que pasaría de los 86,5 a los 86,0 puntos en noviembre. La lectura proporcionará más información sobre los efectos que han tenido sobre la confianza de los empresarios los resultados de las elecciones estadounidenses y la crisis política en Alemania. En octubre, el índice IFO de clima empresarial aumentó ligeramente hasta los 86,5 puntos, desde los 85,4 puntos del mes anterior, lo que supuso la primera subida del índice desde el pasado mes de mayo.
- **Confianza económica del mes de noviembre, medida por la Comisión Europea (28-nov).** Las encuestas que vamos conociendo pintan un escenario sombrío para la economía de la eurozona en los próximos meses. Sólo en los últimos días, hemos conocido datos decepcionantes en la confianza del consumidor y en los indicadores PMI de noviembre. Los riesgos políticos están aumentando en Europa y el reciente repunte en los precios del gas anticipan un invierno complicado para los países de la eurozona, que deben también lidiar con las amenazas comerciales del próximo presidente de los Estados Unidos. Con este cúmulo de incertidumbres, los analistas esperan que el índice de confianza económica de la Comisión Europea experimente un nuevo retroceso y que pase de los 95,6 puntos de octubre a los 95,1 puntos en noviembre.
- **El BCE publica los datos de crédito y oferta monetaria del mes de octubre (28-nov).** El impulso crediticio para los hogares y las empresas no financieras aumentó hasta el 0,5% del PIB en septiembre, desde el 0,0% registrado en agosto, lo que elevó el promedio de tres meses al -0,1% desde el -0,6% anterior. El lastre que suponía para el consumo la caída en la concesión de créditos parece haber llegado a su fin, lo que elimina un obstáculo a la recuperación de la economía de la eurozona, aunque la amenaza arancelaria del presidente electo de Estados Unidos, Donald Trump, y las incertidumbres políticas en Francia y Alemania, constituyen obstáculos para una recuperación sólida.
- **Lecturas preliminares del IPC de noviembre en Alemania, Francia, Italia y el conjunto de la eurozona (28/29-nov).** El jueves se conocerá la inflación armonizada preliminar de noviembre en Alemania, que podría haber aumentado por segundo mes consecutivo y habría pasado del 2,4% al 2,6% interanual, impulsada principalmente por efectos de base desfavorables. Aunque las facturas eléctricas de los hogares y los costes del combustible habrían bajado ligeramente durante el mes, esto se compara con las notables caídas de precios de hace un año, lo que generará dicho efecto de base. Ya el viernes, conoceremos las lecturas de inflación para el resto de países y para el conjunto de la eurozona que, en general, dibujarán un panorama similar. Así, el IPC armonizado en Francia pasaría del 1,6% al 1,8% interanual. En Italia, la inflación registraría un mayor avance interanual y pasaría del 1,0% al 1,5%. Es probable que los precios de los alimentos hayan vuelto a impulsar la cifra general al alza, aunque el factor más importante habría sido la menor contribución negativa del componente energético. Por último, los analistas esperan que la inflación se acelere en la eurozona y que el IPC armonizado registre un crecimiento del 2,3% interanual, desde la lectura del 2,0% del mes de octubre, algo que no es probable que preocupe a los responsables de la política monetaria del Banco Central Europeo. En general, nada nos hace pensar que el escenario de desinflación vaya a detenerse en Europa y seguimos esperando que los precios continúen convergiendo progresivamente hacia los objetivos del 2% del BCE, lo que permitirá al Consejo de Gobierno seguir recortando los tipos de interés a lo largo del año 2025.

## En EE.UU.:

- **Índice de precios de la vivienda del mes de septiembre (26-nov).** Los precios de la vivienda probablemente siguieron desacelerándose en septiembre y los analistas han pronosticado un avance interanual del 4,60% en los precios de la vivienda en las 20 mayores ciudades estadounidenses, desde el 5,20% del mes anterior. Los compradores de viviendas se beneficiaron de tipos hipotecarios más bajos, que en la semana que terminó el 20 de septiembre se situaron en el 6,13% a 30 años, la octava caída consecutiva de las tasas.
- **Ventas de viviendas nuevas del mes de octubre (26-nov).** El mercado espera una caída del -1,8% mensual en las ventas de viviendas nuevas, que venían de repuntar un 4,1% en septiembre. El mayor crecimiento en las ventas de viviendas de segunda mano durante el mes, podría haber creado obstáculos para los constructores que buscan reducir su inventario de viviendas terminadas.
- **Confianza del consumidor del Conference Board del mes de noviembre (26-nov).** La confianza del consumidor habría mejorado en noviembre si atendemos a patrones históricos. Tras la primera victoria de Donald Trump en noviembre de 2016, la confianza del Conference Board aumentó 8,6 puntos. Dado que la confianza del consumidor ya había subido 9,5 puntos el pasado mes de octubre, es previsible que el movimiento sea más modesto en esta ocasión. Los expertos han pronosticado una lectura de 111,8 puntos, desde los 108,7 del mes anterior.
- **Actas de la última reunión de la Reserva Federal (26-nov).** La Reserva Federal publicará las actas de la reunión del FOMC del 6 y 7 de noviembre, en la que las autoridades redujeron la tasa de los fondos federales en 25 puntos básicos, una medida ampliamente esperada, pero una disminución menor que el recorte de 50 puntos básicos de la reunión anterior. La reunión comenzó apenas un día después de las elecciones estadounidenses. Sin embargo, es poco probable que las actas mencionen los resultados o cómo estos pueden trasladarse a las perspectivas de política monetaria. El comunicado probablemente mostrará que los miembros del FOMC perciben menores riesgos a la baja para la actividad y el empleo, dados los datos publicados durante el período entre reuniones. De hecho, la retórica de los responsables de la política monetaria desde la reunión de noviembre sugiere una postura más mesurada respecto de una mayor flexibilización monetaria.
- **Segunda lectura del PIB del tercer trimestre de 2024 (27-nov).** Aunque los expertos han pronosticado que se mantendrá el crecimiento del 2,8% trimestral anualizado que reflejó la primera estimación, lo cierto es que los riesgos parecen sesgados al alza, dada la fuerte revisión alcista que se produjo en las ventas minoristas de septiembre. En este sentido, el consumo personal sorprendió al alza en el tercer trimestre, al acelerarse hasta el 3,7%, desde el 2,8% anterior.
- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (27-nov).** Las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo probablemente siguieron rondando su promedio de 2019, antes de la pandemia, de 218.000 solicitudes. Sin embargo, el aumento total de peticionarios marcó la semana pasada un máximo de tres años, lo que es indicativo de un enfriamiento del mercado laboral. A muchos les resulta más difícil encontrar un nuevo trabajo y permanecen más tiempo en situación de desempleo. Los analistas han estimado un total de 217.000 peticiones de ayuda al desempleo, desde las 213.000 de la semana pasada.
- **Ingresos y gastos personales del mes de octubre y deflactor del PCE (27-nov).** El consenso espera que el deflactor subyacente del consumo privado, el indicador de inflación preferido por la Fed, habría subido un 0,28% en octubre, desde el 0,25% del mes anterior, elevando la tasa interanual una décima, hasta el 2,8%. El

sólido crecimiento del gasto y de los ingresos respaldaría ese cambio. Los ingresos personales habrían mantenido su dinamismo y habrían crecido un 0,3% en octubre, mientras que el crecimiento del gasto podría moderarse hasta el 0,4%, desde el 0,5% anterior. La tasa de ahorro personal se habría mantenido estable en el 4,6%.

- **Pedidos de bienes duraderos del mes de octubre (27-nov).** Los pedidos de bienes duraderos habrían repuntado un 0,5% en el mes de octubre, según la proyección del consenso de analistas. En septiembre, la inversión empresarial experimentó un retroceso del -0,7%. Excluyendo las volátiles partidas de transporte, que podrían haberse magnificado en octubre con la huelga de Boeing, la subida mensual sería mucho más modesta y se limitaría al 0,1% mensual. En general, las primeras encuestas manufactureras de noviembre apuntan a un escenario algo más constructivo para la inversión empresarial en los próximos meses.

## Mercados

La reciente retórica cautelosa de la Reserva Federal podría reforzarse esta semana, si se confirma el repunte del PCE subyacente de octubre en Estados Unidos, que alejaría la inflación de los objetivos de la institución. En este sentido, tanto los miembros más moderados del FOMC como los más agresivos, han indicado que la Fed podría pausar el proceso de recorte de tipos, dados los menores riesgos para la actividad económica. Concretamente, la gobernadora de la Reserva Federal, Michelle Bowman, fue más taxativa al asegurar que el proceso de desinflación ya se había estancado.

Al mismo tiempo, los inversores prestarán mucha atención a las encuestas sobre el sentimiento de los consumidores, que podrían añadir más leña al fuego si experimentan un fuerte repunte tras las elecciones presidenciales. Del mismo modo, un dato más firme en el crecimiento del PIB americano del tercer trimestre añadiría evidencias adicionales de fortaleza económica, que alimentarían las expectativas de que la Reserva Federal podría pausar ya en diciembre el proceso de flexibilización monetaria. Sin embargo, no será hasta la publicación de los datos de empleo del mes de noviembre, que conoceremos el viernes 6 de diciembre, cuando podremos tener más seguridad respecto del movimiento que acometerá la Fed el 18 de diciembre.

Creemos que el principal riesgo que afronta en estos momentos el exuberante optimismo inversor radica precisamente en la probabilidad de que se confirme el cambio de discurso de la Fed y que se retrase significativamente el proceso de recorte de tipos. Esto se trasladaría a la curva de tipos estadounidense, que ya ha repuntado con claridad desde el mes de septiembre, poniendo presión adicional sobre las exigentes valoraciones del mercado de renta variable norteamericano.

A este lado del Atlántico, seguiremos recibiendo encuestas que podrían poner negro sobre blanco el difícil escenario económico que afrontan las economías europeas, agravado por los riesgos políticos, la escalada de la guerra en Ucrania y las amenazas proteccionistas de Donald Trump. El IPC de noviembre, sin embargo, no debería preocupar demasiado al BCE, ya que la subida que se espera en la inflación interanual respondería casi exclusivamente a efectos de base desfavorables.

Como factores potencialmente positivos, la campaña de compras navideñas arrancará en Estados Unidos con el "Thanksgiving" y el "Black Friday", que históricamente favorecen el optimismo de los inversores. Este año podría no ser distinto, al estimarse que el gasto de los consumidores podría mantener su tendencia al alza de los últimos años, alcanzando un máximo histórico, según datos de NFR. Esto podría favorecer el optimismo de los inversores, si la geopolítica, la economía y los datos de inflación no lo evitan.

En definitiva, los riesgos económicos y geopolíticos siguen estando presentes, lo que podría favorecer el mantenimiento de altos niveles de volatilidad. No obstante, seguimos recomendando mantener el actual posicionamiento constructivo en nuestras carteras, al no apreciar elementos fundamentales que nos lleven a poner en duda el benigno escenario macroeconómico que esperamos para el conjunto del año 2025.

### **CONTENIDOS DE LA PRESENTACION BBVA**

La presente documentación se suministra solo con fines informativos y no constituye ni puede interpretarse como una oferta, invitación o incitación para la venta, compra o suscripción de valores, productos o servicios financieros, ni su contenido constituirá base de ningún contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Las opiniones, estimaciones, predicciones, recomendaciones o estrategias de inversión que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pudieran sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados, sin que BBVA se obligue a revisarlas públicamente en el caso que se produzcan cambios de estrategia, de intenciones o de acontecimientos no previstos que puedan afectar a las mismas.

Los servicios, productos, opiniones, predicciones, estimaciones y estrategias que pueda contener la presente documentación pueden no ser adecuadas para los inversores por razón de su específica posición jurídica o financiera u objetivos de inversión, y en ningún caso conllevan que se esté prestando asesoramiento jurídico, contable o fiscal alguno. A tal efecto se recomienda a los inversores que obtengan asesoramiento específico y especializado de sus asesores. Algunos productos o servicios se presentan a título de ejemplo, por lo que pueden no contar con una disponibilidad inmediata o con posibilidad de ser ofrecidos.

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas, pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. Los servicios, productos y precios que pueda contener el presente documento pueden sufrir modificaciones o cambiar sin previo aviso. Las alusiones a rentabilidades pasadas no presuponen, predisponen o condicionan rentabilidades futuras.

BBVA o alguna entidad de su Grupo pueden tener una posición en cualquiera de los valores objeto directa o indirectamente de este documento, o pueden negociar por cuenta propia o ajena con tales valores, o prestar servicios de asesoramiento, colocación o de otro tipo al emisor de los valores mencionados o a compañías vinculadas al mismo o tener otros intereses o realizar transacciones con dichos valores.

La presente documentación y la información contenida en la misma no sustituye ni modifica la contenida en la preceptiva documentación correspondiente a los distintos productos y servicios.