

Estados Unidos: una vez que se “limpien” los efectos del shutdown, vemos muy probable que los datos macro empiecen a sorprender al alza, tanto en actividad como en precios. En un mundo normal, eso implicaría una FED con poco margen para seguir bajando los tipos de interés. En la realidad actual, sin embargo, habrá que estar atentos a quién nombra Trump como sucesor de Powell. A nivel de mercado, nos continúan preocupando las valoraciones del equity americano, preferimos seguir fuera del dólar y creemos que los tipos de interés de largo plazo van a tender a subir en los próximos meses.

Europa: los datos de tercer trimestre muestran una resistencia notable, que ayuda a crear una base sólida para que se pueda ver un repunte cíclico (posiblemente significativo) durante 2026. Como ventaja adicional en comparación con Estados Unidos, los riesgos de inflación por el lado de la oferta son prácticamente nulos en nuestro continente, con lo que eso implica de mayor margen de maniobra en favor del BCE. Buenas noticias, pues, para los activos europeos, en particular para una renta variable que presenta valoraciones claramente menos exigentes que las americanas y que ofrece además oportunidades muy significativas de generación de alfa a partir del análisis bottom up.

Asia ex Japón: seguimos viendo vientos de cola macro claramente favorables en esta región, aunque también es cierto que los últimos datos de China nos han sorprendido un poco a la baja (en particular, el sector residencial parece seguir estando muy débil y esto es algo que podría retrasar la recuperación del consumo privado chino). En sentido positivo, India presenta perspectivas muy atractivas, con una demanda interna que se mantiene sólida y con un gobierno que goza de fuerte respaldo social y que está acometiendo reformas estructurales de calado.

Japón: nos continúan preocupando tanto la elevada deuda pública como el muy bajo crecimiento potencial del país. Preferimos seguir fuera.

Estados Unidos

Nuestro **escenario macro** para Estados Unidos permanece inalterado respecto de lo ya descrito el mes pasado: gracias a unas condiciones financieras claramente más laxas, a un entorno de menor incertidumbre arancelaria y a una política fiscal que a partir de enero se vuelve otra vez expansiva, vemos muy probable que los datos macro (tanto de actividad como de inflación) pasen a sorprender al alza a no mucho tardar.

De hecho, cuando uno escarba un poco, los primeros indicadores “post-shutdown” no apuntan para nada a debilidad en la **demandas agregadas** estadounidense. Un ejemplo de lo anterior podrían ser las **peticiones semanales de subsidio por desempleo**, que permanecen en niveles bajos.

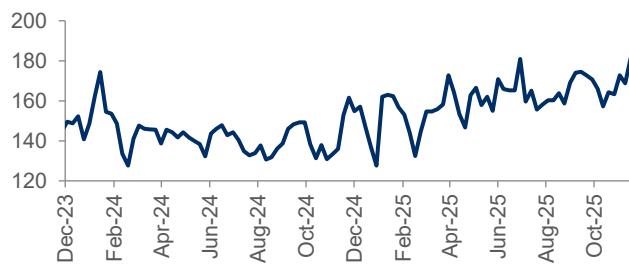
Gráfico 1
Peticiones semanales de desempleo



Fuente: elaboración propia.

Y otro ejemplo serían también las **solicitudes de hipotecas** para compra de vivienda, que claramente vienen repuntando en el período reciente.

Gráfico 2
Índice peticiones hipoteca compra vivienda



Fuente: elaboración propia

En lo que respecta a la **inflación**, los últimos indicadores publicados muestran una clara resistencia a la baja. En concreto, y falta de datos de IPC, resulta significativo constatar que los componentes de precios de la gran mayoría de encuestas (relativas tanto al sector manufacturero como al de servicios) se mantienen en niveles claramente elevados.

Por lo demás, no se debería tampoco olvidar que, más allá de las señales de resistencia por el lado de la demanda, en el caso de la economía americana hay además dos **factores de oferta** que también van a tender a presionar al alza a la inflación subyacente durante los próximos meses. ¿Cuáles serían esos factores?

Por un lado, un posible mayor traslado a precios finales de los aumentos de costes provocados tanto por los **aranceles**, como por la debilidad del dólar (primero, porque a las empresas se les están acabando los inventarios que llegaron a acumular antes de la entrada en vigor de los “aranceles recíprocos”; segundo, porque un contexto de demanda agregada “resistente” como el comentado más arriba crea un contexto

favorable para que el sector empresarial americano prefiera subir precios antes que permitir una contracción de márgenes).

Por otro lado, y éste sería el segundo de los factores inflacionistas ide oferta a los que se hacía referencia, una caída en la fuerza laboral estadounidense, provocada a su vez por la **expulsión de inmigrantes** (inevitablemente, un menor número de inmigrantes supone una reducción de la cantidad de trabajadores disponibles, en un contexto además en el que la economía americana permanece básicamente en pleno empleo).

En un mundo “normal”, un escenario como el descrito hasta aquí (demanda resistente y posibles sorpresas al alza en inflación) implicaría un margen de maniobra muy estrecho para que la **FED** pudiera seguir reduciendo los tipos de interés. En este sentido, y aunque una rebaja de tipos en diciembre no es algo descartable, nosotros creemos que, de producirse, tendría que venir acompañada de un mensaje más bien hawkish por parte de la autoridad monetaria estadounidense, en el sentido de no dar para nada por seguras nuevas rebajas a lo largo de 2026.

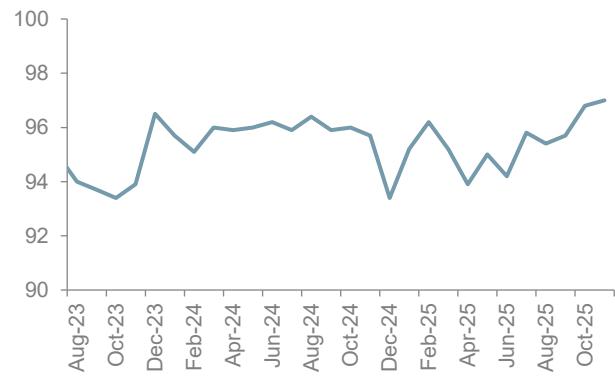
No obstante, lo anterior resulta bastante evidente que el contexto actual en Estados Unidos dista mucho de lo que podría considerarse como “habitual”. Así las cosas, y a la hora de pensar lo que puede ser el comportamiento de la FED durante el año que viene, habrá que estar lógicamente muy atentos a quién nombrará Trump como **sucesor de Powell** (un nombramiento que, según parece, podría producirse antes de Navidad).

Si Trump opta, como parece que puede ser el caso, por un perfil demasiado dovish (por no decir “indisimuladamente maleable”), eso podría llegar a generar presiones significativas a la baja sobre el dólar y tensiones también muy apreciables, pero en este caso al alza, en la curva de tipos estadounidense. Habrá pues que estar atentos a cómo evolucionan los acontecimientos.

Eurozona

En la Eurozona, los datos de actividad continúan mostrando una **notable resistencia** en el período reciente, lo que, en nuestra opinión, crea un punto de partida muy favorable para que lo que puede ser un nada desdeñable repunte cíclico durante 2026.

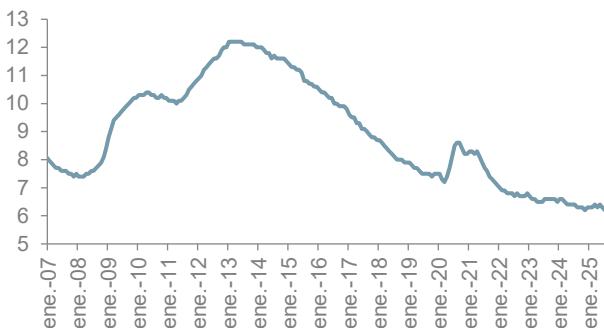
Gráfico 3
Sentimiento económico Eurozona



Fuente: elaboración propia.

¿Cuáles serían las causas que podrían hacer posible ese **mayor vigor económico** a lo largo del próximo ejercicio? Básicamente, las mismas de las que venimos hablando en pasados informes: fuerte impulso fiscal en Alemania (que, por cierto, ya está a punto de llegar); vientos de cola también significativos por el lado del consumo privado en el conjunto del área (salarios reales claramente al alza, paro en mínimos, balances familiares muy saneados, tasas de ahorro exageradamente elevadas...); tipos reales de largo plazo muy reducidos; bajos precios de los hidrocarburos (factor éste último muy positivo para una región importadora como es el Área euro)...

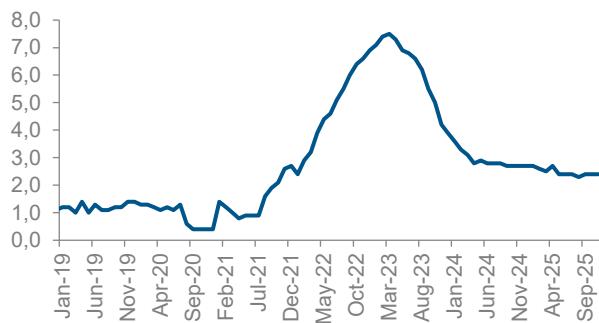
Gráfico 4
Tasa de paro Eurozona



Fuente: elaboración propia.

Al mismo tiempo, el hecho de que en la Eurozona no existan actualmente riesgos relevantes de inflación por el lado de la oferta (gracias a que se decidió no responder a los aranceles de Trump con más aranceles y gracias, también, a que no estamos expulsando inmigrantes de forma masiva) es otro elemento muy favorable para nuestra región, pues crea margen para que el **BCE**, llegado el caso, pudiera responder de forma flexible con bajadas de tipos de interés ante cualquier eventual signo de debilidad de demanda.

Gráfico 6
Inflación subyacente Eurozona YoY (%)



Fuente: elaboración propia.

Fuera de la Eurozona, y como factor positivo adicional para el conjunto del continente, nos alegra mucho constatar que el **gobierno británico** ha sido capaz de presentar un presupuesto que claramente cumple con la regla fiscal del país y que, por tanto, reduce de forma muy notable la probabilidad de que el Reino Unido, en un futuro próximo, pueda llegar a sufrir un nuevo “momento Truss”.

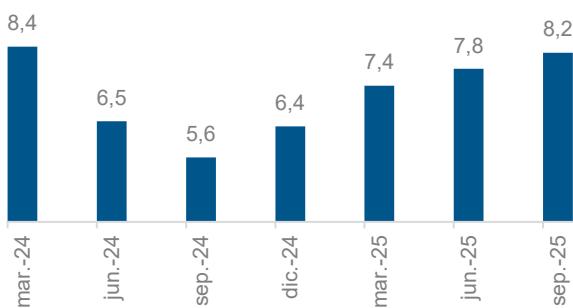
En cuanto a las cosas que pueden ir mal en nuestro continente, a nosotros lo que más nos sigue preocupando es la situación política y presupuestaria en **Francia**. En todo caso, esta circunstancia no es suficiente para nublar la visión favorable que mantenemos para el conjunto del área. ¿Por qué? Porque consideramos que los riesgos de contagio de los enormes problemas que afectan (y probablemente van a seguir afectando) a nuestro país vecino son muy reducidos, al menos a corto plazo. En efecto, y como prueba de que la situación presupuestaria en Francia es hoy mucho peor que la del resto de países del Área euro, durante las últimas semanas hemos vuelto a ver subidas de rating en favor de varios países europeos tradicionalmente calificados de forma peyorativa como “periféricos”.

Asia ex Japón

Por lo que respecta a Asia ex Japón, seguimos siendo esencialmente optimistas, aunque tenemos que admitir que los últimos datos relativos al sector inmobiliario en **China**, sin ser para nada catastróficos, sí nos han resultado un poco decepcionantes (y es que, más allá del impacto negativo directo sobre el crecimiento económico chino de un segmento residencial algo más endebil de lo que pensábamos, casi lo más preocupante son los posibles efectos negativos que esa debilidad continuada de los precios inmobiliarios podría seguir generando sobre el consumo privado chino).

En sentido más positivo, sin embargo, **India** confirma señales cada vez más favorables, con una tasa de expansión interanual del PIB que ha llegado a superar el 8% en el tercer trimestre; con un gobierno que está volviendo a poner el énfasis en reformas estructurales incentivadoras del crecimiento potencial (la última, muy importante, relativa al mercado de trabajo); y con una probabilidad cada vez más elevada de que, en el muy corto plazo, el país pueda llegar a un acuerdo comercial con Estados Unidos, que permita rebajar de forma sustancial los elevadísimos aranceles estadounidenses actualmente vigentes.

Gráfico 7
PIB India YoY



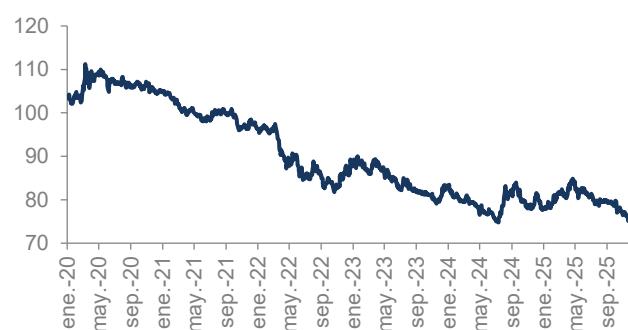
Fuente: elaboración propia

Japón

Preferimos seguir fuera de los activos de este país porque nos siguen preocupando tanto su enorme **deuda pública**, como los claros síntomas de bajo **crecimiento potencial**.

Dicho de una forma un poco exagerada, parecería que la única forma que tiene Japón de seguir creciendo y generando algo de inflación es con tipos reales muy negativos, con impulsos fiscales cada vez más insostenibles y con depreciación continuada del yen.

Gráfico 8
Tipo de cambio efectivo nominal Japón



Fuente: elaboración propia

