Informe mensual de macroeconomía y mercados financieros

1. Entorno geopolítico

1.1. Geopolítica internacional

El conflicto en Oriente Medio se recrudece a pesar de algunos anuncios de aproximación entre las partes, mediados por Catar y Pakistán. Los ataques se mantienen y, según diversos analistas, Estados Unidos estaría contemplando escenarios como un posible enquistamiento del conflicto durante el resto de la presidencia de Trump. Por otra parte, también se contempla un aumento de los ataques de Estados Unidos e Israel a Irán después de las elecciones de medio mandato (el 3 de noviembre) tras la tregua unilateral anunciada por el propio Trump a principios de octubre, una posibilidad que toma forma dadas las noticias sobre la retirada de personal diplomático de la región por parte de Estados Unidos. En este sentido, Irán afirmó que, en caso de recibir un ataque, centraría sus represalias en los países aliados de Estados Unidos en el Golfo Pérsico marcándose como objetivos su infraestructura petrolífera, sus centros de datos y los cables de telecomunicaciones. Por otra parte, los hutíes del Yemen han seguido avanzando militarmente y han lanzado ataques contra Arabia Saudita incluyendo sobre la capital, Riyadh, y su aeropuerto y otras infraestructuras energéticas, aunque sin un impacto, por ahora, en los flujos. Según diversos analistas, **los flujos de petróleo a través del estrecho de Ormuz se han recuperado** y, en algunos días, alcanzan niveles similares a los vigentes antes del conflicto.

En el conflicto entre Rusia y Ucrania, se ha alcanzado un acuerdo para retomar los contactos a tres bandas entre Estados Unidos y los dos contendientes, en los Emiratos Árabes Unidos. Tras las quejas de Trump por los ataques ucranianos a la infraestructura energética y de transporte de Rusia, que están teniendo un impacto en la capacidad de producción, refino y exportación del país, se ha conocido que Starlink, empresa de servicios de telecomunicación por satélite controlada por Elon Musk, habría limitado sus servicios en Ucrania, lo que habría limitado la capacidad de las defensas y de los drones ucranianos. Ello coincidió con un aumento de los ataques de Rusia, incluidas a infraestructuras y población civil. Posteriormente, las autoridades de Ucrania han confirmado la recuperación del servicio normalizado por parte de las empresas Starlink y SpaceX. Finalmente, **la administración Trump anunció el levantamiento de las sanciones sobre el diésel ruso** hasta abril de 2027 incluyendo un calendario de envíos a Estados Unidos. La reducción de la capacidad de refino por los conflictos en Ucrania y en Oriente Medio ha provocado una escasez global de diésel y un aumento de su precio, que Trump buscaba revertir antes de las elecciones de medio mandato.

1.2. Política doméstica

En Estados Unidos, el foco está en las elecciones de medio mandato (*mid-terms*) que se celebran el 3 de noviembre y en las que se renueva la totalidad de la Cámara de Representantes y un tercio del Senado. La impopularidad de las políticas de Trump, especialmente en lo relativo al aumento del coste de vida por sus políticas comerciales y, sobre todo, por el conflicto en Oriente Medio, hacen muy probable que el partido Demócrata pueda retomar el control de la Cámara de Representantes y, con menor certeza, del Senado. En caso de confirmarse esta posibilidad, la necesidad de la administración Trump de negociar con los demócratas puede favorecer una política fiscal menos expansiva, una política comercial menos agresiva

especialmente con los aliados tradicionales y un menor impulso fiscal, aunque sin cambios sustanciales en la política migratoria.

▶ Focus: **Elecciones de medio mandato (*mid-terms*) en Estados Unidos: ¿Freno a la agenda Trump?**

En España, el presidente del gobierno convocó elecciones anticipadas para el 29 de noviembre después de que el Congreso de los Diputados no convalidara dos Reales Decreto Ley (RDL) sobre vivienda que había aprobado anteriormente el Gobierno. Los RDL contaron con el voto en contra del PP, Vox y, entre los partidos de la coalición de investidura, de Junts. Tras la convocatoria electoral, el Consejo de Ministros aprobó versiones modificadas de los RDL que se encuentran pendientes de convalidación por la Diputación Permanente, dada la disolución de las Cortes por el inicio del periodo electoral. Según prensa, el gobierno podría estar estudiando aprobar nuevas medidas por esta vía entre las que se podría incluir un aumento del salario mínimo interprofesional.

- La inmigración y la vivienda son los temas que centran la preocupación de los ciudadanos, aunque algunos partidos han buscado incluir otros temas en el epicentro como la corrupción o el modelo territorial, mientras que los recientes accidentes asociados a la infraestructura ferroviaria pueden mover el debate hacia la gestión pública.
- Los partidos a la izquierda del PSOE han buscado coaliciones que permitan aglutinar el voto para lograr escaños en aquellas circunscripciones donde la repartición de este entre varias opciones podía lastrar las opciones de alcanzar un escaño a las propias formaciones.
- La estrategia electoral gana centralidad y se concreta en acuerdos: (i) entre partidos del bloque de izquierda (Podemos y Frente Amplio) con partidos regionales para concurrir conjuntamente o no presentarse en algunos territorios; (ii) en el Senado, PP y Vox se coordinarán en 23 circunscripciones electorales, con retirada total o parcial de Vox o del PP y posterior cesión de escaños; y (iii) en el Senado, PSOE y Frente Amplio unificarán sus listas en 47 circunscripciones.
- Las encuestas apuntan a una victoria del PP que podría alcanzar la mayoría necesaria para la investidura con los votos de Vox y de manera holgada. El PSOE muestra cierta resistencia, así como algunos de los grandes partidos regionales, mientras que las fuerzas a la izquierda del PSOE muestran unos apoyos muy reducidos. En las últimas semanas, las encuestas han mostrado un cierto retroceso del PP, un ligero ascenso del PSOE y un aumento de la intención de voto a Vox, aunque sin una alteración de la aritmética inicialmente descrita.

Las protestas en Francia se generalizan y se vuelven más violentas y condicionan el escenario político. Las protestas se iniciaron por las quejas de estudiantes sobre la educación por la falta de profesorado, exceso de alumnos en aulas y el estado de las infraestructuras, aunque han pasado a catalizar un descontento por la situación económica –el estancamiento de las rentas y el aumento de los precios—y con el gobierno en general. Las protestas han condicionado la posición de los partidos políticos: (i) el candidato de extrema-izquierda, J.L. Mélenchon, las apoyó en sus fases iniciales para luego quejarse de la violencia de los manifestantes y policial; y (ii) la candidata de extrema-derecha, M. Le Pen, ha adoptado una posición pro-fuerzas del orden, aunque reconociendo la "legítimas demandas sociales" en materia de coste de la vida.

▶ Focus: **Incertidumbre política en Europa: Implicaciones estratégicas, económicas y financieras**

Otros procesos electorales han centrado la atención política y de los mercados financieros:

- En Brasil, el candidato de centroizquierda, Lula, se impuso al candidato de derecha populista e hijo del anterior presidente Bolsonaro, por un margen de 51,8 % a 48,2 %. La victoria en la segunda vuelta fue una sorpresa para los analistas políticos y los mercados financieros dado que Bolsonaro se había impuesto en la primera vuelta (por 47 % a 45 %) y lideraba las

encuestas anteriores en las elecciones. Tras los comicios, Bolsonaro, que no ha reconocido la derrota, viajó a Estados Unidos, donde ha solicitado asilo.

- Las elecciones del 27 de octubre en Israel han dejado un parlamento fragmentado en el que la coalición del primer ministro B. Netanyahu logró 53-54 escaños de un total de 120, el bloque de partidos de oposición logró 48-49 escaños y los partidos árabes lograron su mayor representación histórica (alrededor de 18 escaños). La participación fue la mayor desde 1999 y aún se están contando el voto exterior, muy relevante en el país. La incapacidad de formar gobierno por parte de las coaliciones daría lugar a una nueva convocatoria electoral.
- En Serbia, un partido político formado a raíz de una protesta estudiantil se impuso en las elecciones del 25 de octubre, con 140 escaños de un total de 250, derrotando al anterior presidente, el populista, A. Vučić.

2. Entorno macroeconómico y financiero

2.1. Entorno económico

El FMI no realizó cambios sustanciales en sus previsiones económicas a nivel agregado en su World Economic Outlook. Sin embargo, la institución señala que el crecimiento se "desplaza" desde los países más afectados por el aumento de los precios energéticos (y aquellos que han visto interrumpidas sus exportaciones de energía y otros suministros) que experimentan revisiones a la baja, hacia los países más beneficiados por la IA. Entre estos últimos hay que considera tanto aquellos que han aumentado más su inversión (como Estados Unidos y China) como los que fabrican chips, memoria y otras componentes (como Taiwán y Corea del Sur). En relación con el shock energético, el FMI destaca que su impacto ha sido mucho menor del que podía anticiparse gracias a la flexibilidad de la respuesta (cambios de rutas, uso de reservas y reducción de inventarios, uso de fuentes alternativas de energía, entre otros) y la menor intensidad energética de la economía global. En adelante, se advierte que estas medidas de compensación están alcanzado su límite, así como la posibilidad de nuevas medidas de estímulo fiscal en un contexto de creciente foco de los mercados financieros en esta dimensión. El balance de riesgos sobre las previsiones se mantiene sesgado a la baja, aunque algo menos que en informes anteriores.

▶ Focus: FMI: La economía resiste, pero con crecientes vulnerabilidades

La economía estadounidense muestra señales mixtas. En negativo, la creación de empleo del mes de septiembre decepcionó a las expectativas del consenso de analistas en diversas dimensiones: (i) una creación de empleo muy reducida (29.000 puestos de trabajo); (ii) la revisión a la baja en -60.000 puestos de trabajo de los datos de meses anteriores; (iii) el aumento de la tasa de paro (4,2 %; ago26: 4,1 %); y (iv) la moderación del dinamismo salarial (3,0 % interanual; ago26: 3,1 %). En cambio, los indicadores de confianza empresarial se mantuvieron en niveles muy elevados en octubre, tanto en el sector servicios (57,9; sep26: 58,8), como en el sector manufacturero (56,0; sep26: 55,9). Por su parte, el PIB del 3T26 creció un 0,7 % trimestral (2T26: 0,5 %), impulsado por el gasto en servicios y la inversión, especialmente equipamientos y bienes de propiedad intelectual, probablemente asociada al auge de la IA, aunque ello también supone un lastre por el lado de las importaciones. En relación con los indicadores de precios, la inflación de septiembre repuntó más de lo esperado, hasta el 3,7 % interanual (ago26: 3,4 %), mientras que la tasa subyacente lo hizo hasta el 2,6 % (ago26: 2,4 %). El índice de precios de producción se aceleró hasta el 6,3 % interanual (ago26: 5,6 %), mientras que el deflactor subyacente del consumo personal –la medida de inflación preferida de la Fed—también se aceleró hasta el 3,1 % (ago26: 3,0 %).

En China, a pesar de la mejora del PIB, la economía mantiene lagunas de debilidad. El PIB se aceleró hasta el 4,5 % interanual en el 3T26 (2T26: 4,3 %) apoyado por el sector servicios y el sector exterior y con el consumo doméstico realizando su menor aportación en más de cuatro años. Entre los indicadores de más alta frecuencia, las ventas al detalle y la producción industrial de septiembre sorprendieron al alza, apoyadas por los sectores de alta tecnología. El sector exterior volvió a sorprender al alza en septiembre con las exportaciones creciendo a un 36,3 % interanual (ago26: 25,0 %), su mayor nivel desde 2001, apoyadas sobre todo por los sectores de alta tecnología y el automóvil. Las importaciones, por su parte, también se aceleraron hasta el 31,0 % (ago26: 28,2 %). En cambio, la actividad doméstica mantiene un tono anémico: la inversión siguió retrocediendo en septiembre (-7,2 % interanual), con una caída muy sustancial de la inversión residencial, un sector en el que los precios siguieron retrocediendo a nivel agregado en septiembre, aunque a tasas menores que en meses anteriores. Los precios, por su parte, mantienen crecimientos muy reducidos, con tasas interanuales cercanas y por debajo del 1,0 %, a pesar del impulso de los precios energéticos.

La zona euro mantiene un dinamismo notable, aunque Francia destaca en negativo. La confianza empresarial se moderó en octubre hasta 51,9 (sep26: 53,1), con retrocesos tanto en el sector servicios como en el manufacturero, pero mostrando resistencia de la economía de la zona euro a los mayores precios de la energía. En concreto, el precio del gas natural ha repuntado con fuerza en octubre y ha superado los 100 euros por MW/h, muy por encima de los niveles de 30 euros por MW/h antes del inicio del conflicto en Oriente Medio y de entre 40 y 50 en la parte central de 2026. El precio se mantiene aún por debajo de los máximos alcanzados en 2022 y 2023 en pleno conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, aunque resultan preocupantes los reducidos inventarios disponibles en el continente antes de la llegada del invierno, por debajo de los niveles de años anteriores. El PIB de la zona euro se expandió un 0,4 % trimestral, por encima de lo esperado por el consenso de analistas, con lo que la tasa interanual se acelera hasta el 1,3 % interanual (2T26: 1,2 %), con sorpresas positivas en Alemania (0,2 % trimestral) i Países Bajos (0,6 % trimestral; 2T26: 0,6 %). La inflación, por su parte, se aceleró en septiembre hasta el 3,8 % interanual (ago26: 3,2 %), aunque los datos preliminares de octubre que se conocen para algunos países apuntan a un nuevo incremento de los precios en octubre. **En Francia, se sigue deteriorando el *mix* de crecimiento/inflación**: el PIB del 3T26 retrocedió de forma inesperada (-0,1 % trimestral), el empleo continuó su caída de trimestres anteriores en el 3T26, la confianza empresarial entró en terreno compatible con la contracción económica en octubre (48,4; sep26: 51,1) y los precios sorprendieron al alza en octubre hasta el 3,8 % interanual (sep26: 3,4 %)

España mantiene un dinamismo elevado. El PIB del 3T26 se expandió un 0,6 % trimestral, de modo que la tasa interanual se aceleró ligeramente hasta el 2,7 % (2T26: 2,6 %). La actividad sigue impulsada por la demanda interna y, en especial, por el consumo dada la moderación de la inversión, mientras que el sector exterior aporta en positivo a pesar del aumento de las importaciones, gracias a la favorable evolución de las exportaciones. En este contexto, el Banco de España revisó al alza las perspectivas de crecimiento para 2026, hasta el 2,6 % (previsión ant.: 2,3 %) y para 2027, hasta el 2,2 % (previsión ant.: 1,7 %) y las de inflación de forma más sustancial hasta el 3,9 % en 2026 (previsión ant.: 3,6 %) y el 3,7 % en 2027 (previsión ant.: 2,6 %). El FMI, por su parte, realizó revisiones más modestas y contempla una inflación y un crecimiento económico algo más reducidos. En el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda siguió repuntando en el 2T26, al crecer un 3,4 % trimestral, con lo que la tasa interanual se modera hasta el 12,1 % (1T26: 12,8 %) y se mantienen las señales de reducción de la actividad en el sector con retrocesos en el número de transacciones y de hipotecas concedidas. Entre los datos de alta frecuencia, destaca la mejora en los índices de confianza empresarial en septiembre, tanto en el sector servicios como en el sector manufacturero, de modo que el índice agregado repuntó hasta 56,8 (ago26: 55,8), su mayor nivel desde diciembre de 2024. En relación con los precios, la inflación se mantuvo en octubre en el 4,9 % interanual alcanzado en el mes anterior, así como también la tasa subyacente también que se quedó en el 3,1 %.

Tabla 1. Cuadro macroeconómico

		Datos			Perspectivas 2027 (FMI, oct-26)
		Último dato	Hace 3 meses	Hace 1 año	
Estados Unidos	**PIB** (%, interanual)	2,1	2,2	2,6	2,3
	IPC (%, interanual)	3,7	3,5	3,0	2,8
	Tasa de paro (%)	4,2	4,2	4,4	4,0
Zona euro	**PIB** (%, interanual)	1,3	1,2	1,1	1,2
	IPC (%, interanual)	3,8	2,8	2,2	2,8
	Tasa de paro (%)	6,5	6,4	6,3	6,3
España	**PIB** (%, interanual)	2,7	2,6	2,4	1,8
	IPC (%, interanual)	3,1	3,0	2,5	2,7
	Tasa de paro (%)	10,2	9,9	10,5	9,8

Fuentes: Bloomberg y FMI.

2.2. Entorno financiero

En su informe del Global Financial Stability Report, el FMI advierte de diversos riesgos en los mercados financieros. La institución señala que las condiciones financieras se han mantenido relativamente acomodaticias en los últimos meses, aunque ello se debe de forma casi exclusiva a la buena evolución de las valoraciones en los mercados de renta variable. El FMI advierte de tres riesgos principales para la estabilidad financiera: (i) una posible corrección en el sector de IA en caso de que no se materialicen los beneficios esperados o se demuestra que no son necesarias las grandes inversiones para obtenerlos ; (ii) nuevos aumentos rápidos de las rentabilidades de la deuda soberana con los riesgos para la financiación de los gobiernos y en un contexto de menor liquidez y mayor sensibilidad al precio por parte de los inversores; y (iii) los ciberataques, que han ganado en sofisticación, impacto y velocidad y, por tanto, su capacidad de afectar participantes e infraestructuras críticas en los mercados financieros.

▶ Focus: FMI: La economía resiste, pero con crecientes vulnerabilidades

3. Mercados de renta fija, divisas y materias primas

3.1. Bancos centrales

3.1.1. BCE

El BCE mantuvo inalterada su política monetaria en su reunión del 29 de octubre, dejando el tipo depósito en el 2,50 %. Según su presidente, C. Lagarde, la decisión de mantener inalterados los tipos de interés fue tomada por unanimidad, aunque tras una importante discusión y señaló que una subida de los tipos de interés también habría sido posible. En relación con las perspectivas, a pesar de insistir en qué prestarán atención a los datos, Lagarde indicó que la dirección del próximo movimiento "estaba clara". Según la presidenta del BCE, los riesgos sobre la inflación están sesgados al alza y proceden de los aumentos de precios provocados por los conflictos geopolíticos abiertos (Ucrania y Oriente Medio) y afirmó que desde el BCE están prestando especial atención a los posibles efectos de segunda ronda (aumentos salariales, negociaciones salariales, etc.), aunque no están observando un aumento de los riesgos en relación con estos. Asimismo, Lagarde también señaló que las condiciones financieras se han tensionado tanto en los mercados financieros, como en el acceso a la financiación bancaria, que se ha restringido. Preguntada sobre los aumentos de las primas de riesgo en algunos países como Francia, Lagarde instó a los países a que incorporen tipos de interés más elevados para la deuda pública en sus planes fiscales y afirmó que, en caso de que la ampliación de primas dificulte la transmisión de la política monetaria, el BCE actuaría con los elementos a su disposición.

La presidenta del BCE anunció su salida del BCE en febrero de 2027, nueve meses antes del final de su mandato. Lagarde afirmó que su voluntad es poderse posicionar en algunos de los

grandes debates globales, una cosa que no puede hacer desde su cargo actual, que requiere mantener una posición de neutralidad.

El mercado otorga una probabilidad muy elevada a un aumento del tipo de depósito en la reunión de diciembre, superior al 80 %. De cara a mediados de 2027, el mercado está descontando hasta una subida adicional del tipo de depósito, lo que lo dejaría en el 3,00 %, frente a dos subidas adicionales en 2027 y un tipo de depósito del 3,25 % un mes atrás.

En nuestra visión, el BCE aumentará los tipos una vez más en 2026 y posiblemente realizará un aumento adicional en la primera parte de 2027, aunque evitará aumentos adicionales del tipo rector por su posible impacto sobre la actividad. En un escenario de agudización del conflicto y de fuerte aumento de los precios de la energía, el BCE aumentaría los tipos de forma más decidida.

3.1.2. Fed

La Fed mantuvo inalterados sus tipos referencia en el rango 3,75 %-4,00 % en su reunión del 28 de octubre con diez votos a favor y dos en contra, que se posicionaron a favor de un aumento de 25 puntos básicos de los tipos de referencia. En su comunicado, el Comité de Política Monetaria mantuvo la valoración de que la inflación se mantiene elevada, pero mejoró su valoración de la situación económica a "fuerte", frente al "sólida" utilizado anteriormente. De forma conjunta, la Fed parece darse espacio para acometer nuevas subidas del tipo rector en adelante y la decisión de mantener los tipos alterados se produce por la voluntad de disponer de más información. En la rueda de prensa posterior, el presidente de la Fed, K. Warsh, insistió en que, a pesar de cierto tensionamiento, las condiciones financieras aún no pueden considerarse restrictivas. Además, Warsh dio señales de un cierto consenso en el seno del Comité de Política Monetaria para acometer un nuevo aumento de los tipos de referencia en 2026, es decir, en la próxima reunión.

En relación con la estrategia de la Fed, Warsh anunció los primeros cambios como resultado de los grupos de trabajo que creó. Así, de las ocho reuniones anuales del Comité de Política Monetaria en 2027, siete serán reuniones de política monetaria y la otra será una sesión de estrategia y de cara a 2028, se pasará a seis reuniones de política monetaria y dos de estrategia.

Trump, en su red social, ha vuelto a pedir la dimisión del antiguo presidente de la Fed, J. Powell, **de su puesto como gobernador de la Fed** tras la publicación de un informe sobre los excesos de gasto en la renovación de la sede de la Reserva Federal. Tras haber dejado su puesto de presidente en mayo de 2026, el mandato de Powell como gobernador vence en enero de 2028. Las elecciones de medio mandato resultarán claves y la continuidad de Powell puede depender del partido que controle el Senado después del 3 de noviembre.

El mercado da una probabilidad elevada a un aumento del tipo rector en la reunión de diciembre, que se sitúa alrededor del 80 %. En cualquier caso, el mercado ha pasado a descontar solamente algo más de dos subidas de los tipos de interés, entre la reunión de diciembre y las que tendrán lugar a principios de 2027, frente a las cerca de cuatro subidas del tipo rector que había cotizado durante septiembre.

En nuestra opinión, la Fed acometerá un nuevo aumento del tipo rector antes de final de año y podría verse forzada a realizar una nueva subida del tipo rector en la primera parte de 2027, antes de que la inflación inicie una senda de moderación y permita la estabilización de los tipos y un posible cambio de sesgo en la política de la Fed.

3.1.3. Otros bancos centrales

El Banco de Japón dejó su tipo referencia en el 1,25 %, con ocho votos a favor y un solo miembro votando a favor de un incremente de 25 puntos básicos, hasta el 1,50 %. El principal

cambio en el comunicado es en relación con la inflación que pasa a valorarse como "generalmente consistente" con el objetivo del 2,0 %, lo que se compara con una valoración de "aproximándose al 2 %" expresada anteriormente.

Tabla 2. Próximos eventos macrofinancieros

Fecha	Reunión/Evento	Comentario
9 de diciembre	Reunión de la Fed	El mercado asigna una probabilidad elevada a una subida del tipo rector.
17 de diciembre	Reunión del BCE	El mercado atribuye una probabilidad elevada a una subida del tipo de depósito.

3.2. Renta fija

Las rentabilidades de la deuda soberana han retrocedido durante octubre, alejándose de los máximos de varios años (o incluso históricos) alcanzados en septiembre. Este retroceso ha tenido lugar en un contexto de cierta aversión al riesgo por las tensiones fiscales, políticas y sociales en Francia, un comportamiento algo menos favorable de las empresas asociadas a la IA y cierta reducción de las expectativas sobre futuros aumentos de los tipos de interés por parte de los bancos centrales. Resulta notable que el movimiento ha tenido lugar a pesar de un aumento de los precios del petróleo y de un desplazamiento alza de las tasas de inflación y otras medidas de precios. La caída de las rentabilidades ha sido más acusada en los tramos más largos, con lo que ha tenido continuidad el movimiento de aplanamiento de la curva de deuda soberana, aunque en esta ocasión con un desplazamiento a la baja de la misma.

La prima de riesgo soberano de Francia ha registrado nuevos máximos desde el año 2012, en un entorno de aumento de las tensiones sociales, de creciente incertidumbre política antes las elecciones de abril de 2027, de deterioro de la situación fiscal y de una evolución económica inferior a la del resto de la zona euro. Con ello, el diferencial de rentabilidad del bono francés a 10 años con respecto a su contrapartida alemana ha superado puntualmente los 180 puntos básicos, un máximo desde 2012, aunque estabilizándose en niveles de entre 150 y 160 puntos básicos. Ello contrasta con los niveles por debajo de los 90 puntos básicos desde 2024 (cuando se inicia el periodo de creciente inestabilidad del ejecutivo con cambios de primer ministro) y de alrededor de 50 puntos básicos, desde 2015. Las primas de riesgo soberano de España e Italia han repuntado, aunque en menor medida que la de Francia, manteniéndose por debajo de 60 puntos básicos en el caso de España y de 120 puntos básicos en Italia, aunque con repuntes puntuales por encima de estos niveles en los momentos de mayor tensión. **La prima de riesgo española no se ha visto impactada por la convocatoria electoral,** posiblemente por las perspectivas electorales que apuntan a una mayor estabilidad y capacidad legislativa del gobierno que pueda formarse tras las elecciones del 29 de noviembre.

▶ Focus: ¿Qué nos dice el repunte de las curvas de deuda soberana?

Los *spreads* de crédito corporativo en euros se han ampliado, aunque de forma más marcada en el caso de los de menor calidad crediticia (*high yield*), que en la deuda corporativa de alta calidad crediticia (*investment grade*). La mayor volatilidad en los mercados financieros, un aumento de la aversión al riesgo por los desarrollos en Francia, el aumento del precio de la energía y algunas dudas sobre la valoración de las empresas del sector de IA han dado lugar a un contexto más exigente y en el que los inversores ejercen una mayor discriminación en función de la calidad.

3.3. Divisas y materias primas

El dólar se ha apreciado en sus principales cruces en un entorno de cierta aversión al riesgo. El movimiento ha sido más marcado frente al euro y es que la divisa única se ha visto lastrada por la

situación económica, política y social en Francia y la ampliación de la prima de riesgo soberano del país galo.

El precio del petróleo se ha acercado a los máximos registrados desde el inicio del conflicto y ha cerrado el mes por encima de los 110 dólares por barril en un contexto de: (i) aumento de las tensiones y de los ataques entre los hutíes y Arabia Saudita; (ii) el previsible recrudecimiento del conflicto tras las elecciones de medio mandato en Estados Unidos; y (iii) la reducción de la capacidad de refino y exportación por parte de Rusia por el conflicto con Ucrania. Resulta relevante que este aumento de precio haya tenido lugar a pesar de un gran número de medidas encaminadas a moderar los precios que han pasado por: (i) un nuevo anuncio de liberación de reservas estratégicas anunciadas por los países del G-7; (ii) las noticias que apuntan a cierta normalización del tráfico en el estrecho de Ormuz, aunque lejos aún de los niveles pre-conflicto; (iii) el anuncio de Trump de una tregua al menos hasta las elecciones de medio mandato; y (iv) el levantamiento de las sanciones de Estados Unidos a Rusia para la exportación de diésel.

Los precios de los metales preciosos ha seguido retrocediendo en octubre, lastrados por el tono todavía agresivo en la lucha contra la inflación de los principales bancos centrales, como la Fed y el BCE. Con ello, el precio del oro y la plata ha retrocedido entre un 4 % y un 5 % desde finales de septiembre. Por otra parte**, los metales industriales han retrocedido ligeramente,** aunque se mantienen en niveles elevados desde un punto de vista histórico.

Los precios agrícolas han revertido parte de los fuertes aumentos de meses anteriores, alejándose de los máximos alcanzados en la parte final de verano en un contexto de escalada del conflicto entre Ucrania y Rusia y de temores por la producción en un contexto meteorológico global marcado el fenómeno del Niño. Según la Organización Meteorológica Mundial, nos encontramos en pleno Niño y su pico de impacto sobre el clima mundial tendrá lugar en la parte final de 2026 y principios de 2027. Por ahora, la anomalía de temperatura (la desviación respecto de la media) en las aguas del Pacífico ya se encuentra alrededor de +2,5 °C, un registro solo observado en dos episodios anteriores y con señales de seguir calentándose.

▶ Focus: ¿Cómo nos afectan los eventos climáticos extremos?

Tabla 3. Evolución de los mercados de renta fija, divisas y materias primas

	Último dato	Hace 1 mes		Desde el 1 de enero		Hace 1 año	
		Nivel	Cambio	Nivel	Cambio	Nivel	Cambio
BCE - Tipo de refinanciación (%)	2,65	2,65	0,0	2,15	50,0	2,15	50,0
BCE - Tipo de depósito (%)	2,50	2,50	0,0	2,00	50,0	2,00	50,0
Euribor 3 meses (%)	2,64	2,62	2,6	2,03	61,7	2,05	59,3
Euribor 12 meses (%)	3,31	3,33	-2,1	2,24	106,5	2,19	112,2
Alemania: Bono 2 años (%)	3,04	3,21	-16,5	2,12	92,0	1,97	107,4
Alemania: Bono 10 años (%)	3,32	3,59	-26,4	2,86	46,7	2,63	68,9
España: Bono 2 años (%)	3,18	3,29	-10,8	2,27	90,9	2,05	113,1
España: Bono 10 años (%)	3,95	4,13	-18,5	3,29	66,0	3,14	80,5
España: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	62,6	54,7	7,9	43,3	19,3	51,0	11,6
Francia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	165,0	127,1	37,9	70,9	94,1	78,8	86,2
Italia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	119,1	102,7	16,4	69,6	49,5	75,1	44,0
Fed - Banda baja del tipo rector (%)	3,75	3,75	0,0	3,50	25,0	3,75	0,0
Fed - Banda alta del tipo rector (%)	4,00	4,00	0,0	3,75	25,0	4,00	0,0
Estados Unidos: Bono 2 años (%)	4,59	4,89	-29,9	3,47	111,5	3,57	101,4
Estados Unidos: Bono 10 años (%)	4,93	5,28	-35,6	4,17	76,2	4,08	85,1
RF Corporativa EUR 3-5 años ***Investment grade***	65,9	62,9	3,0	50,7	15,2	55,0	10,9
RF Corporativa EUR 3-5 años ***High yield***	326,2	300,8	25,5	244,2	82,0	264,8	61,5
Dólares por euro	1,115	1,134	-1,65%	1,174	-4,98%	1,153	-3,25%
Libras esterlinas por euro	0,833	0,855	-2,55%	0,872	-4,51%	0,877	-5,00%
Yenes por euro	175,6	178,3	-1,54%	184,1	-4,60%	177,7	-1,19%
Dólar (tipo de cambio efectivo)	101,9	101,5	0,42%	98,3	3,62%	99,8	2,08%
Brent (dólares por barril)	117,6	103,5	13,63%	60,9	93,33%	65,1	80,79%
Oro (dólares por onza)	3.883,7	4157,6	-6,59%	4322,1	-10,14%	4006,2	-3,06%

* p.b. se refiere a puntos básicos, equivalentes a 0,01%

Fuente: Bloomberg.

3.4. Mercados de renta variable

Los principales índices bursátiles de Estados Unidos y Europa siguen sin una tendencia clara, moviéndose dentro de los mismos niveles de las últimas semanas. Ambos mercados han

rebotado desde la parte baja de ese intervalo tras las caídas de mitad de mes en compañías vinculadas a la IA. Estas caídas se han visto parcialmente compensadas por una mejora en el resto del mercado, con más empresas participando en las subidas. Sin embargo, la aparente estabilidad de los índices oculta movimientos importantes en las acciones individuales. Las fluctuaciones del S&P 500 siguen siendo relativamente reducidas, pero las diferencias de comportamiento entre sus compañías se encuentran entre las mayores de los últimos cinco años. La incertidumbre ha aumentado especialmente en tecnología: el mercado de opciones pasó a anticipar movimientos semanales del Nasdaq 100 cercanos al 3%, aproximadamente el doble que antes.

En cuanto a la temporada de resultados del 3T26, tras un segundo trimestre excepcional en Estados Unidos y Europa, la temporada está siendo positiva, aunque menos espectacular. En Estados Unidos, el 80% de las compañías están superando las previsiones de beneficio por acción, el porcentaje más bajo de los últimos tres trimestres. La principal decepción está en las ventas: solo el 54% de las empresas del S&P 500 bate las expectativas, la cifra más débil de los últimos seis trimestres. Las revisiones al alza previas a la publicación de resultados habían elevado el nivel de exigencia, aunque el trimestre anterior ocurrió lo mismo y las empresas superaron ampliamente las previsiones. Por su parte, en Europa, el 41% de las compañías supera las expectativas y el 21% queda por debajo, dejando un saldo neto de sorpresas positivas del 20%, frente al 40% del trimestre anterior. Con todo, las revisiones al alza de beneficios vuelven a acelerarse en Europa, que acumula su racha más larga de mejoras de estimaciones de los últimos cinco años. El ritmo sigue por debajo del máximo de la temporada del segundo trimestre, pero los indicadores de corto plazo repuntan. En Estados Unidos, la situación es algo menos favorable: las revisiones siguen siendo ligeramente positivas, pero no muestran una aceleración significativa al inicio de la temporada de resultados del tercer trimestre, lo que refuerza la percepción de que las expectativas de partida son más exigentes.

En cuanto al posicionamiento de los inversores, los fondos de inversión con estrategias más flexibles y especulativas han reducido de forma considerable el riesgo de sus carteras. Ya no solo disminuyen su apuesta por las subidas, sino también el volumen total de sus posiciones. Estos fondos acumulan tres semanas consecutivas de ventas netas en la bolsa estadounidense, mientras que las ventas de las últimas dos semanas en tecnología, medios y telecomunicaciones se acercan a las registradas durante la corrección de las inversiones ligadas a la IA del pasado mes de julio. Este posicionamiento, cada vez más defensivo, podría favorecer un rebote cuando disminuya la presión vendedora, de manera que algunos inversores que habían apostado por las caídas podrían verse obligados a recomprar acciones para cerrar esas operaciones, impulsando las cotizaciones.

Tabla 4. Evolución de los mercados de renta variable

	Darrera dada	Fa 1 mes		Des de l'1 de gener		Fa 1 any	
		Nivell	Canvi	Nivell	Canvi	Nivell	Canvi
Euro Stoxx 50 (Europa)	6.131,3	6.269,0	-2,20%	5.791,4	5,87%	5.662,0	8,29%
IBEX 35 (Espanya)	18.652,9	19.426,2	-3,98%	17.307,8	7,77%	16.032,6	16,34%
DAX (Alemanya)	25.818,2	25.199,2	2,46%	24.490,4	5,42%	23.958,3	7,76%
CAC (França)	7.969,4	7.964,5	0,06%	8.149,5	-2,21%	8.121,1	-1,87%
FTSE MIB (Itàlia)	49.501,0	51.372,0	-3,64%	44.944,5	10,14%	43.175,3	14,65%
Dow Jones Industrial (Estats Units)	51.770,3	50.906,1	1,70%	48.063,3	7,71%	47.562,9	8,85%
S&P 500 (Estats Units)	7.580,1	7.651,5	-0,93%	6.845,5	10,73%	6.840,2	10,82%
NASDAQ (Estats Units)	28.384,9	30.408,5	-6,65%	25.249,9	12,42%	25.858,1	9,77%
Russell 2000 (Estats Units)	2.811,8	2.796,9	0,54%	2.481,9	13,29%	2.479,4	13,41%
Nikkei 225 (Japó)	63.290,1	66.753,7	-5,19%	50.339,5	25,73%	52.411,3	20,76%
Hang Seng (Hong Kong)	3.335,4	3.630,1	-8,12%	3.907,6	-14,64%	3.996,5	-16,54%

Fuente: Bloomberg.

Tabla 5. Evolución sectorial de los principales índices de renta variable desde el último informe

IBEX 35 (Espanya)	
Health Care	16,8%
Communication Services	10,2%
Consumer Discretionary	9,6%
Information Technology	8,3%
Consumer Staples	6,3%
Industrials	5,9%
Utilities	5,6%
Energy	2,3%
Real Estate	-0,2%
Materials	-0,8%
Financials	-8,7%

EURO STOXX 50 (Europa)	
Consumer Staples	15,5%
Energy	13,3%
Health Care	11,0%
Materials	8,8%
Utilities	6,2%
Consumer Discretionary	2,7%
Communication Services	-0,9%
Financials	-2,6%
Industrials	-4,2%
Information Technology	-5,6%

DOW JONES (Estats Units)	
Consumer Staples	12,3%
Energy	12,3%
Health Care	11,6%
Utilities	9,6%
Materials	7,7%
Real Estate	6,3%
Consumer Discretionary	4,9%
Industrials	0,9%
Information Technology	-5,9%
Communication Services	-12,5%

Fuente: Bloomberg.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025. Está habilitada para prestar servicios de inversión a clientes en España. La Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisa estos servicios.

Los informes del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se elaboran con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa y están sujetos a cambios sin previo aviso. Aunque la información se basa en fuentes consideradas fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de dichas fuentes.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que podrá ser facilitada por CAJA INGENIEROS durante la contratación de los productos, la realización de las operaciones o la prestación de los servicios. En tal caso, se recomienda que los destinatarios del presente informe consideren dicha información adicional de manera coherente con su contenido.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse un indicador fiable de posibles resultados futuros ni una garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que ni la evolución pasada de los valores o instrumentos ni los resultados históricos de las inversiones garantizan la evolución ni los resultados futuros.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo de los analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos por el Grupo CAJA INGENIEROS en el ejercicio económico, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS pueden disponer, a título personal, de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden, en cada momento, mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o *warrants* de alguna de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesada en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés de los socios y socias y en favor de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique ni a los socios y socias ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operativa personal de los miembros del Departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, así como todos los profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión, están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de valores de CAJA INGENIEROS.

© Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, incluso citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. *All rights reserved.*