

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 21 al 25 de septiembre de 2026

Madrid, 21 de septiembre de 2026



Mejor Equipo de Asset
Allocation y Multiactivos
en Gestora Nacional 2025



Mejor Equipo de
Sostenibilidad en
Gestora Nacional 2025



Mejor Selector/a de fondos
Patricia Gutiérrez



Firmante de los
UNPRI



Firmante The Net
Zero Asset Managers

Monitor de Mercado

ÍNDICES RENTA VARIABLE

		Actual	Día	Ult. 7 días	MTD	YTD	Ult. 12 mes.
EUROPA	MSCI Europe	212,4	-1,12%	-0,57%	-2,38%	7,45%	15,41%
	EUROSTOXX 50	6.236,2	-1,37%	-1,41%	-2,87%	7,68%	16,14%
	UK	10.659,1	-1,45%	0,08%	-1,53%	7,33%	15,75%
	ALEMANIA	25.304,1	-1,60%	-1,03%	-3,63%	3,32%	8,33%
	FRANCIA	8.065,0	-1,49%	-1,40%	-3,23%	-1,04%	3,57%
	ESPAÑA	19.513,8	-1,60%	-1,64%	-2,30%	12,75%	29,00%
	ITALIA	51.545,3	-1,60%	-1,84%	-2,03%	14,69%	22,86%
USA	S&P 500	7.650,5	0,17%	-0,08%	-0,46%	11,76%	15,91%
	S&P 100	3.811,8	0,22%	0,21%	0,28%	11,06%	15,76%
	NASDAQ	26.522,5	0,39%	0,72%	0,58%	14,11%	19,14%
	DOW JONES	51.682,6	-0,18%	-1,69%	-2,83%	7,53%	12,31%
JAPÓN	NIKKEI	65.019,0	1,38%	1,57%	-1,95%	29,16%	45,16%
EMERGENTES (*)	GLOBAL	774,1	1,11%	1,19%	0,24%	12,51%	14,71%
	EUROPA	76,6	-1,33%	-2,15%	1,26%	27,42%	46,48%
	ASIA	771,8	2,03%	0,95%	1,37%	37,01%	44,45%
	LATAM	2.685,0	-0,84%	-1,44%	2,18%	16,31%	25,56%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.914,0	-0,16%	-0,47%	-1,09%	10,92%	15,22%

% TIPOS DE INTERÉS

	USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses	4,07	2,56	2,54	4,00	1,25
1 Año	4,40	3,14	3,00	4,58	1,58
3 Años	4,83	3,43	3,30	4,88	2,04
5 Años	4,86	3,56	3,36	4,91	2,29
10 Años	5,00	4,00	3,52	5,30	2,99
30 Años	5,33	4,49	3,84	5,76	4,08

BONOS

	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Monetario	157,4	0,00%	0,04%	0,07%	1,42%	2,00%
Crédito	244,0	-0,26%	-0,21%	-1,24%	-1,13%	-0,85%
Gobiernos	697,4	-0,49%	-0,25%	-1,56%	-2,63%	-2,58%
RF Emergente	1326,7	-0,36%	0,51%	-0,26%	2,61%	6,41%
High Yield	396,0	-0,12%	-0,07%	-1,03%	0,83%	1,57%

MATERIAS PRIMAS

	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Petróleo	103,9	-0,91%	-0,71%	14,79%	70,70%	52,86%
Oro	4378,6	0,85%	0,68%	-1,32%	1,37%	19,64%
Metales	215,8	-0,20%	-0,71%	-5,72%	21,99%	58,74%

DIVISAS

	Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Eur/Dólar	1,15	0,09%	-0,97%	-1,14%	-2,21%	-2,77%
Eur/Yen	180,23	0,68%	1,19%	-2,89%	-2,05%	3,80%
Eur/Libra	0,86	-0,19%	0,00%	0,00%	-1,64%	-1,10%

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre

18-sep.-26

Resumen Semanal

El escenario macroeconómico global sigue caracterizado por una actividad económica resistente, pero esa fortaleza coincide con un nuevo impulso inflacionista procedente de la energía. El resultado es un desplazamiento al alza de las expectativas de tipos de interés en las principales economías desarrolladas y una prolongación del horizonte durante el cual los bancos centrales deberán seguir endureciendo la política monetaria. El riesgo dominante ha dejado de ser un deterioro abrupto de la actividad para convertirse en una combinación de crecimiento sólido, inflación más persistente y tipos más altos durante más tiempo.

La actividad global continúa mostrando una resistencia notable pese al deterioro del entorno geopolítico y al fuerte encarecimiento de la energía. Las economías avanzadas mantienen un tono razonablemente sólido, aunque con diferencias relevantes entre regiones: Estados Unidos conserva un dinamismo superior al esperado, mientras que la zona euro ha sorprendido favorablemente tras un periodo prolongado de debilidad. Dentro de Europa, España sigue mostrando una evolución comparativamente más robusta que las principales economías del área, especialmente Alemania, Francia e Italia. En Asia, el panorama también es heterogéneo. El fuerte ciclo de inversión asociado a la inteligencia artificial está proporcionando un impulso significativo a las economías más expuestas a las exportaciones tecnológicas, como Taiwán y Corea, al tiempo que India conserva un elevado dinamismo. China representa el principal contrapunto: la demanda interna continúa perdiendo fortaleza y las dificultades de la economía parecen responder cada vez más a factores estructurales, que siguen condicionando tanto el consumo como la inversión y mantienen sesgados a la baja los riesgos sobre la actividad.

Esta resistencia de la actividad es precisamente uno de los factores que complican la actuación de los bancos centrales. El segundo, y probablemente más importante, es la energía. Tras 29 semanas de conflicto entre Estados Unidos e Irán, las expectativas de una solución diplomática todavía no han conseguido normalizar los mercados energéticos. El Brent llegó a superar los 109 dólares por barril durante la semana y, pese a corregir posteriormente, terminó por encima de 103 dólares. El tránsito por el estrecho de Ormuz sigue siendo muy reducido, el oleoducto Este-Oeste saudí permanece cerrado, Bab el-Mandeb continúa expuesto a ataques hutíes y una parte importante de la capacidad de refino rusa sigue fuera de servicio. Al mismo tiempo, el gas europeo se mantiene alrededor de 79 euros/MWh, más del doble del promedio de 2025, en un contexto de bajos inventarios europeos. La consecuencia es que la crisis energética está dejando de percibirse como temporal y empieza a modificar significativamente las perspectivas de inflación para 2027.

Estados Unidos ilustra bien este cambio de régimen. La Reserva Federal elevó los tipos 25 puntos básicos, hasta el 3,75%-4,00%, en una decisión inesperadamente unánime que refuerza el mensaje de preocupación por la lentitud de la desinflación. Las nuevas proyecciones combinan mayor crecimiento, menor desempleo y algo más de inflación, y no contemplan que los precios vuelvan al objetivo del 2% hasta 2029. Especialmente relevante es que el tipo neutral de largo plazo se haya revisado hasta el 3,25%, sugiriendo que los niveles actuales ya no se consideran inequívocamente restrictivos. Los inversores contemplan otra subida de 25 puntos básicos en diciembre, seguida de una última en el primer trimestre de 2027, que llevaría los fed funds hasta el 4,25%-4,50%, nivel que se mantendría estable durante el resto del año, antes de iniciar una reducción muy gradual.

El giro también alcanza a Europa. El mercado descuenta un ciclo de subidas muy agresivo para el BCE, con un tipo terminal cercano al 3,4% hacia finales de 2027, lo que supondría casi cuatro subidas adicionales de 25 puntos básicos en los próximos meses. Sin embargo, la situación europea es distinta de la estadounidense: las presiones inflacionistas tienen un claro componente de oferta y la economía no presenta señales de sobrecalentamiento. La existencia de capacidad productiva ociosa y el progresivo impacto negativo de los elevados costes energéticos sobre hogares y empresas permiten poner en duda el ritmo de endurecimiento que descuenta actualmente el mercado. Los PMI preliminares de septiembre serán importantes para comprobar hasta qué punto la actividad europea mantiene su resistencia.

En Reino Unido, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo en el 3,75%, pero el deterioro de las perspectivas inflacionistas apunta ahora hacia nuevas subidas. La inflación podría alcanzar el 4,0% a comienzos de 2027, según las propias proyecciones de la institución, por lo que una subida de 25 puntos básicos en la reunión de noviembre para ahora más probable. Japón también avanza hacia una normalización monetaria más rápida: el Banco de Japón elevó el tipo al 1,25% y podría llevarlo al 1,75% durante 2027, aunque una inflación subyacente todavía inferior al 2% permite mantener cierta gradualidad.

Para los mercados, el elemento central es que la resiliencia del crecimiento está retrasando el alivio monetario que cabía esperar hace algunos meses. La combinación de petróleo por encima de 100 dólares, productos refinados como el diésel disparados, gas europeo caro, inflación resistente y bancos centrales revisando al alza sus trayectorias de tipos, eleva el coste del capital, aunque la ausencia de una recesión global proporciona un soporte relevante para los activos de riesgo. El equilibrio es, por tanto, delicado: mientras la actividad siga resistiendo, los beneficios empresariales pueden ofrecer protección, pero esa misma fortaleza reduce el margen de los bancos centrales para relajar las condiciones financieras.

A este escenario se añade la dimensión geopolítica. La próxima visita de Xi Jinping a Estados Unidos tendrá como ejes el comercio, la tecnología y Oriente Medio. Más que un gran acuerdo bilateral, parece buscarse una estabilización gestionada de la relación, incluida una posible extensión de la tregua arancelaria que vence el 10 de noviembre. La competencia estratégica seguirá siendo intensa, especialmente en semiconductores, inteligencia artificial y tierras raras, pero ambas potencias parecen interesadas en evitar una nueva escalada inmediata. En conjunto, la economía mundial continúa demostrando una capacidad de resistencia superior a la esperada, pero esa fortaleza tiene ahora una contrapartida clara: inflación más persistente, política monetaria más restrictiva y una sensibilidad creciente de los mercados a cualquier nueva perturbación energética o geopolítica.

Renta Variable

La renta variable global cerró una semana marcada por un cambio significativo en el entorno monetario. La Reserva Federal volvió a subir los tipos por primera vez desde 2023, el Banco de Japón aceleró su proceso de normalización y el Banco de Inglaterra dejó abierta la puerta a un próximo endurecimiento. Pese al repunte de las rentabilidades de la deuda y al fortalecimiento del dólar, las bolsas mostraron una resistencia considerable, especialmente en Estados Unidos y Asia. Sin embargo, bajo unos índices aparentemente sólidos se observa una creciente concentración del mercado y un deterioro de la amplitud, con el liderazgo de nuevo muy dependiente de las grandes compañías tecnológicas y del ciclo de inversión en inteligencia artificial.

En Estados Unidos, el S&P 500 terminó la semana con un comportamiento plano, después de encadenar tres sesiones de descensos y recuperarse con fuerza posteriormente. El Nasdaq 100 destacó con un avance cercano al 1%, reflejando nuevamente el protagonismo de las grandes tecnológicas. Esta fortaleza contrasta con la evolución del índice equiponderado del S&P 500, que acumuló su quinta semana consecutiva de pérdidas, mientras las pequeñas compañías también quedaron rezagadas. La sesión del viernes fue particularmente ilustrativa: con la rentabilidad del Treasury a diez años aproximándose de nuevo al 5%, únicamente una cuarta parte de las compañías del S&P 500 consiguió cerrar en positivo. El mercado mantiene, por tanto, una apariencia de fortaleza que descansa sobre una base estrecha.

La reunión de la Reserva Federal fue el principal catalizador de la semana. La subida de 25 puntos básicos fue aprobada por unanimidad y las nuevas proyecciones apuntaron hacia un endurecimiento adicional. La reacción de la renta variable fue relativamente contenida, sugiriendo que los inversores interpretaron inicialmente la decisión como una reafirmación de la credibilidad antiinflacionista de la Fed más que como una amenaza inmediata para el crecimiento. No obstante, el aumento de las rentabilidades soberanas plantea un desafío creciente para las valoraciones. En sentido contrario, las perspectivas de beneficios continúan ofreciendo apoyo: las estimaciones apuntan a una expansión de resultados generalizada entre los distintos sectores del S&P 500 durante el tercer trimestre, mientras empiezan a observarse efectos más amplios de la inversión asociada a la inteligencia artificial.

Europa presentó un comportamiento claramente más débil. El Euro Stoxx 50 y el DAX retrocedieron durante la semana y el Stoxx 600 encadenó su tercera caída semanal consecutiva. Resulta especialmente significativa la divergencia entre unas expectativas estratégicas todavía constructivas y un posicionamiento inversor que se ha deteriorado recientemente. El aumento de las rentabilidades de la deuda soberana está reduciendo el

atractivo relativo de la renta variable frente a los bonos, al tiempo que los elevados precios energéticos vuelven a introducir el riesgo de una combinación menos favorable de inflación y crecimiento. A nivel empresarial, Volkswagen sufrió una caída relevante tras deteriorar sus previsiones de rentabilidad por la debilidad del mercado chino y el impacto de Porsche, mientras Nestlé también estuvo sometida a presión.

Asia ofreció el comportamiento regional más favorable. Corea del Sur lideró las ganancias gracias al fuerte impulso de los semiconductores y de las compañías relacionadas con inteligencia artificial, mientras Japón también avanzó pese a la subida de tipos del Banco de Japón. Paradójicamente, el yen se debilitó tras la decisión, debido al tono prudente del gobernador Ueda respecto al ritmo de futuras subidas y a las dos disensiones entre los miembros del BoJ. China mostró avances mucho más moderados, aunque las medidas de apoyo a semiconductores, computación avanzada e inteligencia artificial favorecieron a los valores tecnológicos. India siguió constituyendo una excepción negativa, prolongando su corrección y registrando nuevas salidas de capital extranjero.

La inteligencia artificial continuó siendo el principal motor temático del mercado. Las dudas surgidas a comienzos de semana sobre una eventual ralentización coordinada en el desarrollo de modelos avanzados provocaron inicialmente ventas en el sector, pero la corrección resultó breve. La recuperación posterior llevó a las grandes tecnológicas y a los semiconductores nuevamente hacia máximos recientes. El catalizador del optimismo fue Nvidia, que anunció que espera duplicar sus ventas de chips en 2027, lo que sirvió para respaldar que el ciclo de gasto asociado a la IA mantiene un considerable dinamismo.

El otro elemento relevante fue el comportamiento de las divisas y los mercados emergentes. El dólar registró su mejor semana desde junio, mientras las monedas emergentes sufrieron su peor comportamiento desde ese mismo mes, poniendo fin a diez semanas consecutivas de ganancias. El fortalecimiento del dólar y unas rentabilidades estadounidenses más elevadas eliminan parte del soporte que había favorecido a los activos emergentes durante el verano.

En conjunto, la semana dejó un mercado de renta variable resistente, pero internamente más vulnerable. La fortaleza de los índices estadounidenses convive con una amplitud deteriorada, Europa acusa cada vez más la competencia de unas rentabilidades soberanas elevadas y Asia se beneficia del extraordinario ciclo tecnológico. El principal soporte sigue siendo la expectativa de crecimiento de los beneficios, especialmente alrededor de la inteligencia artificial; el principal riesgo, que la persistencia de la inflación obligue a mantener unos tipos y unas rentabilidades de la deuda suficientemente elevados como para terminar cuestionando las actuales valoraciones.

Renta Fija

La renta fija global estuvo dominada por la confirmación de un nuevo ciclo de endurecimiento monetario y por una reacción muy diferente entre los distintos tramos de las curvas. En Estados Unidos, el ajuste se concentró en los vencimientos cortos: el Treasury a dos años se aproximó al 4,75%, mientras el diez años terminó prácticamente sin cambios, aunque llegó a superar temporalmente el 5%. El resultado fue un acusado aplanamiento de la curva, reflejo de un mercado que incorpora tipos oficiales más elevados a corto plazo, pero también el impacto que unas condiciones financieras más restrictivas podrían terminar ejerciendo sobre el crecimiento y la inflación.

En Europa, el principal foco de tensión estuvo en Francia. El diferencial del bono soberano francés con el Bund alcanzó niveles no observados desde la crisis soberana de 2012, por encima de los 100 puntos básicos. La presión sobre la deuda francesa se intensificó tras la presentación del presupuesto para 2027 por el Gobierno de Lecornu, que reconoció un déficit para 2026 del 5,4%, superior al objetivo del gobierno y planteó una consolidación fiscal considerada insuficiente por el mercado. Las declaraciones del ministro de Finanzas, además, reforzaron las dudas sobre la capacidad política para aprobar el presupuesto en un Parlamento fragmentado. Tras el cierre, el deterioro quedó refrendado por Scope Ratings, que rebajó la calificación de Francia a A+ desde AA-, mientras Morningstar DBRS situó su perspectiva en negativa, aumentando la presión sobre la percepción de riesgo soberano francés. El Bund alemán mostró mayor resistencia, mientras los gilts británicos registraron un repunte de precios significativo pese a que el Banco de Inglaterra dejó abierta la posibilidad de una subida en noviembre.

El crédito de grado de inversión continuó mostrando una notable capacidad de absorción. Los diferenciales permanecieron relativamente contenidos y el mercado primario mantuvo una actividad elevada. Citigroup realizó una emisión récord de 12.000 millones de dólares que recibió cerca de 40.000 millones de demanda, mientras la Unión Europea colocó 11.000 millones de euros con ratios de cobertura excepcionalmente elevados. El comportamiento confirma que sigue existiendo una demanda significativa de crédito de elevada calidad pese al aumento de los tipos soberanos.

En conjunto, la semana nos dejó una caída del 0,25% en los precios de los índices de bonos soberanos europeos, sobre todo por el deterioro de la deuda francesa y, en menor medida, italiana. Por su parte, el crédito corporativo mostró una mejor evolución relativa, sobre todo en el segmento de "high yield", que cerró la semana con caídas de precio marginales.

Materias primas

El petróleo retrocedió un 0,7% semanal, pero la semana estuvo muy lejos de ser tranquila y la volatilidad de los precios del crudo fue extrema. Tras llegar a las puertas de los 110 dólares por barril, el anuncio de Arabia Saudí de que estaría en condiciones de reabrir en los próximos días el oleoducto Este-Oeste al 50% de capacidad, permitió relajar las presiones sobre la materia prima. El oro mostró mayor estabilidad, con un avance semanal del 0,7% y una cotización próxima a 4.380 dólares, mientras que los metales industriales cedieron también un 0,7%, prolongando su debilidad mensual pese a mantener ganancias muy significativas en el conjunto del año.

Divisas

En divisas, la semana estuvo marcada por la recuperación del dólar tras la reunión de la Reserva Federal, que reforzó su credibilidad antiinflacionista con una subida unánime de tipos y un mensaje sensiblemente más duro de lo esperado, apuntando a un endurecimiento monetario adicional. El euro cedió cerca de un 1% frente al dólar, hasta el entorno de 1,15, mientras que se apreció algo más de un 1% frente al yen. La moneda japonesa volvió a mostrar debilidad pese a la subida de tipos del Banco de Japón, ante la cautela de Ueda respecto al ritmo de futuras actuaciones. La libra, por su parte, permaneció prácticamente estable frente al euro.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

La agenda macroeconómica europea de la semana ofreció una imagen relativamente heterogénea, aunque con dos tendencias de fondo bien definidas: una actividad que dio muestras de debilidad, especialmente en el mercado laboral británico y en la industria de la eurozona, y unas presiones inflacionistas que permanecen elevadas y muy desiguales entre países. Reino Unido concentró buena parte de la atención, tanto por la publicación de datos de empleo, inflación y consumo como por una reunión del Banco de Inglaterra que confirmó un sesgo monetario más restrictivo ante el renovado riesgo procedente de la energía.

En Reino Unido, las primeras señales llegaron desde el mercado laboral, donde la economía destruyó 26.000 empleos en agosto, un deterioro considerablemente mayor que la caída de

5.000 prevista, mientras la tasa de desempleo aumentó una décima, hasta el 4,4%. La debilidad del empleo contrastó posteriormente con unos datos de consumo mejores de lo esperado. Las ventas minoristas avanzaron un 0,5% mensual en agosto, frente a la contracción del 0,2% anticipada, revirtiendo el descenso de julio. El repunte estuvo apoyado por las ventas de alimentación, ropa, artículos para el hogar y comercio online, favorecidas por el buen tiempo y una mejora de la confianza de los consumidores. La lectura positiva, sin embargo, queda matizada por unas perspectivas menos favorables para los próximos meses, ante el deterioro laboral y el incremento de los costes energéticos.

Precisamente la inflación volvió a ocupar un lugar central en la agenda británica. El IPC general aumentó hasta el 3,1% interanual en agosto, en línea con las previsiones, mientras la inflación subyacente permaneció estable en el 2,6%. Este contexto condicionó la reunión del Banco de Inglaterra, que mantuvo los tipos en el 3,75%, tal y como esperaba el mercado, pero adoptó un tono claramente más restrictivo. La institución revisó al alza sus perspectivas de inflación y contempla ahora que la tasa general pueda superar el 4% a comienzos de 2027, dejando abierta la posibilidad de volver a subir los tipos tan pronto como en noviembre si las tensiones energéticas persisten.

En la eurozona, los indicadores de actividad siguieron ofreciendo señales de escaso dinamismo. La producción industrial retrocedió un 0,1% mensual en julio, aunque el resultado fue ligeramente mejor de lo previsto. En Alemania, la encuesta ZEW de sentimiento inversor se mantuvo en septiembre en 34,7 puntos, claramente por debajo de los 40 esperados, confirmando que la mejora de las expectativas continúa siendo frágil.

Por el lado de los precios, la lectura final de la inflación de agosto de la eurozona fue revisada una décima a la baja, hasta el 3,2% interanual, mientras la tasa subyacente permaneció en el 2,4%. Las diferencias nacionales, no obstante, continuaron siendo importantes. En España, la inflación armonizada se revisó una décima al alza, hasta el 4,6%, con el IPC nacional en el 4,3% y la tasa subyacente en el 2,9%. Por el contrario, Francia revisó una décima a la baja su inflación armonizada, hasta el 2,6%, mientras que en Italia la lectura final se mantuvo sin cambios en el 3,2%. En conjunto, la semana confirmó una combinación incómoda para los bancos centrales europeos: crecimiento poco dinámico y señales de debilitamiento laboral conviviendo con una inflación elevada y expuesta a nuevas presiones energéticas.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

La agenda macroeconómica estadounidense dejó una lectura compatible con una economía

que mantiene una notable resistencia en consumo y mercado laboral al tiempo que aparecen señales de moderación en la industria, la vivienda y algunos indicadores adelantados. Esta combinación, junto con unas presiones de precios todavía significativas, proporcionó un contexto coherente con el giro restrictivo de la Reserva Federal.

El consumo volvió a ser uno de los principales focos de fortaleza. Las ventas minoristas de agosto aumentaron un 1,2% mensual, claramente por encima del 0,8% esperado, con avances en 12 de las 13 categorías. Especialmente relevante fue el incremento del 1,4% del grupo de control, que se incorpora directamente al cálculo del PIB y registró su mayor avance en casi dos años. El dato confirmó que el consumidor estadounidense continúa mostrando una considerable capacidad de gasto pese al endurecimiento de las condiciones financieras. En este sentido, los precios de importación sorprendieron significativamente al alza, con un incremento interanual del 7,0%, añadiendo una nueva señal de presión sobre el frente inflacionista.

El mercado laboral también mantuvo un tono muy sólido. Las solicitudes iniciales de desempleo descendieron hasta 196.000, situándose cerca de mínimos históricos y mostrando que, por el momento, no se observa un deterioro significativo del empleo. Los indicadores regionales de actividad manufacturera ofrecieron, en cambio, una lectura algo más matizada. La encuesta de Nueva York se moderó con fuerza en septiembre, desde 20,6 hasta 7,6 puntos, claramente por debajo de las expectativas, aunque permaneció en terreno expansivo. La encuesta de la Fed de Filadelfia mostró mayor fortaleza: pese a retroceder desde los elevados niveles del mes anterior, superó ampliamente las previsiones, con los componentes de nuevos pedidos y envíos manteniendo un comportamiento robusto.

Los datos agregados de producción industrial fueron menos favorables. La actividad se estancó en agosto frente al avance del 0,3% esperado, después de crecer un 0,2% en julio. La debilidad se concentró en las manufacturas, cuya producción cayó un 0,3%, afectada especialmente por automóviles y componentes y por informática y electrónica. El fuerte incremento de la producción eléctrica y, en menor medida, de la minería compensó parcialmente esta debilidad, mientras la utilización de la capacidad productiva permaneció estable en el 76,3%.

La vivienda ofreció asimismo señales de enfriamiento. Los inicios de construcción retrocedieron inesperadamente un 2,6% en agosto y los permisos disminuyeron un 2,7%, mientras que la confianza de los constructores cayó en septiembre hasta 32 puntos, por debajo tanto del registro anterior como de las expectativas. Como contrapunto, las ventas pendientes de viviendas avanzaron un 0,3%, superando las previsiones y sugiriendo cierta resistencia de la demanda pese a las elevadas condiciones de financiación.

En este contexto, la Reserva Federal elevó los tipos 25 puntos básicos, hasta el 3,75%-4,00%, por primera vez desde 2023. Más relevante que la propia decisión fue el tono claramente restrictivo de Kevin Warsh y el nuevo gráfico de puntos: 16 de los 18 miembros del FOMC contemplan al menos otra subida antes de finalizar el año y la mediana sitúa los tipos en el 4,125% tanto a cierre de 2026 como durante 2027. La combinación de un consumo y un mercado laboral todavía fuertes, presiones inflacionistas persistentes y una desaceleración hasta ahora concentrada en determinados sectores explica que la Fed siga priorizando el control de la inflación y contemple mantener una política monetaria restrictiva durante un periodo prolongado.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

En China, la batería macroeconómica de agosto volvió a confirmar la creciente bifurcación de la economía, con una industria beneficiándose del extraordinario ciclo mundial de inversión tecnológica mientras la demanda doméstica continúa mostrando una debilidad preocupante. La producción industrial sorprendió positivamente al acelerar desde el 4,5% hasta el 5,2% interanual; sin embargo, las ventas minoristas apenas aumentaron un 0,4%, por debajo del 0,8% esperado, y la inversión en activos fijos profundizó su contracción hasta el 7,2% en los ocho primeros meses del año, con la inversión inmobiliaria desplomándose un 19,9%.

Por último, el Banco de Japón subió tipos 25 puntos básicos hasta el 1,25%, máximos desde 1995, aunque dos votos disidentes fueron interpretados como una señal de menor urgencia para continuar endureciendo la política, provocando una depreciación del yen.

Catalizadores Semanales

La agenda macroeconómica de la semana estará marcada principalmente por las reuniones de varios bancos centrales, aunque el escenario dominante será de estabilidad en los tipos oficiales. En China, se espera que los bancos mantengan sin cambios sus tipos preferenciales de préstamo, mientras que el Banco Nacional de Suiza previsiblemente insistirá en el carácter transitorio del repunte inflacionista. En Latinoamérica, la atención se centrará en México, donde la debilidad del crecimiento favorece una relajación monetaria, aunque la persistencia de expectativas de inflación elevadas limita el margen de Banxico. Al margen de la política monetaria, estaremos pendientes de los PMI preliminares de septiembre en Europa y de la reunión Trump-Xi.

En España:

- **Balanza comercial del mes de julio (22-sep).** De cara a julio, cabe esperar que la balanza comercial española continúe mostrando un déficit significativo, con el componente energético como uno de los principales factores de presión. En junio, el déficit alcanzó 7.687 millones de euros, explicado en buena medida por energía, bienes de equipo, productos químicos y manufacturas de consumo.
- **Índice de precios de producción del mes de agosto (24-sep).** Los riesgos para el IPP español parecen claramente sesgados al alza. Los precios de producción ya aceleraron con fuerza en julio, hasta el 9,2% interanual y el 3,0% mensual, evidenciando una transmisión creciente del encarecimiento de los costes energéticos hacia la industria. La fuerte sorpresa alcista registrada recientemente por el IPP alemán en agosto refuerza además la posibilidad de que estas presiones se sigan extendiendo al conjunto de la industria europea.
- **Ventas de viviendas del mes de julio (25-sep).** De cara a julio, los datos de compraventas de viviendas podrían confirmar una cierta estabilización del mercado residencial español. En junio se registraron 59.288 operaciones, un 5,0% más que en mayo y un 1,6% por encima del mismo mes de 2025, lo que supuso el primer crecimiento interanual desde diciembre. La mejora fue además relativamente generalizada, con un comportamiento especialmente favorable de la vivienda nueva, cuyas ventas aumentaron un 6,3% interanual, mientras que la vivienda usada volvió modestamente a terreno positivo.

- **Lectura final del PIB del segundo trimestre (25-sep).** La lectura final del PIB español del segundo trimestre debería confirmar un crecimiento del 0,7% trimestral, reflejando una economía que continúa mostrando una resistencia superior a la esperada pese al encarecimiento de la energía y al endurecimiento de las condiciones financieras. El avance estuvo sustentado principalmente por el consumo de los hogares, acompañado de una contribución positiva de la inversión, y sigue beneficiándose del crecimiento de la población, el despliegue de los fondos europeos y el apoyo fiscal.

En Europa:

- **PMI preliminares de septiembre en Francia, Alemania, Reino Unido y conjunto de la eurozona (23-sep).** Los PMI preliminares de septiembre serán una referencia clave para evaluar hasta qué punto la crisis energética empieza a trasladarse a la actividad europea, aunque el escenario central apunta a una moderación del crecimiento más que a un deterioro brusco. En la eurozona, el PMI compuesto podría descender ligeramente desde los 52,0 puntos de agosto, manteniéndose en terreno expansivo; Alemania debería conservar una mejora gradual, aunque vulnerable al encarecimiento de la energía por su mayor exposición industrial, mientras que Francia presenta un panorama más débil por la incertidumbre política y presupuestaria y la fragilidad de la confianza. En Reino Unido, se espera una desaceleración más visible, con el PMI compuesto cayendo desde 52,5 puntos hasta aproximadamente 51,6, como consecuencia del aumento de los costes energéticos y la incertidumbre fiscal.
- **Encuesta IFO de confianza empresarial de septiembre en Alemania (24-sep).** La encuesta IFO de confianza empresarial de septiembre permitirá comprobar si la mejora del sentimiento observada en Alemania durante el mes de agosto logra consolidarse pese a la crisis energética. En agosto, la confianza mejoró en los principales sectores, con un avance especialmente significativo en manufacturas, pero el panorama continúa siendo frágil ante el encarecimiento de la energía y las dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación exportadora. Tras una lectura de 88,8 puntos en agosto, las estimaciones disponibles apuntan a una mejora muy moderada, hacia 89 puntos, lo que sería consistente con una economía alemana que continúa recuperándose gradualmente.

En EE.UU.:

- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (24-sep).** Las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo deberían mantenerse en niveles extraordinariamente reducidos, confirmando que el mercado laboral estadounidense continúa mostrando una notable resistencia. El consenso espera que suban ligeramente desde las 196.000 hasta alrededor de 200.000 peticiones.
- **Ventas de viviendas nuevas del mes de agosto (24-sep).** Las ventas de viviendas nuevas en Estados Unidos se habrían mantenido débiles en agosto, reflejando el impacto de los elevados tipos hipotecarios sobre la demanda y la accesibilidad a la vivienda. Tras desplomarse un 10,5% en julio, se espera un rebote del 1,4% mensual hasta unas 616.000 unidades anualizadas, todavía compatible con un mercado residencial sometido a una presión considerable. El deterioro reciente de la confianza de los constructores, junto con el creciente recurso a descuentos e incentivos comerciales para atraer compradores, sugiere que el eventual repunte mensual podría ser efímero.
- **Cumbre entre Estados Unidos y China (24-sep).** La cumbre entre Donald Trump y Xi Jinping debería buscar, ante todo, una estabilización pragmática de la relación bilateral más que un gran acuerdo estratégico. El escenario contempla avances limitados, pero potencialmente relevantes: contención de nuevas medidas arancelarias, renovación de la tregua sobre tierras raras, algunas licencias adicionales para semiconductores estadounidenses y mayores compras chinas de productos agrícolas, aeronaves y energía, mientras permanecerían intactos buena parte de los aranceles, controles tecnológicos y restricciones a la inversión. Oriente Medio podría ofrecer el principal espacio de cooperación geopolítica, dado el interés compartido en normalizar el tráfico por Ormuz y otras rutas estratégicas, aprovechando Washington su capacidad militar y sancionadora y Pekín su influencia económica sobre Teherán. En tecnología e inteligencia artificial, en cambio, parece improbable un acuerdo sustancial, más allá de mecanismos de gestión de riesgos.
- **Pedidos de bienes duraderos del mes de agosto (25-sep).** Los expertos estiman que los pedidos de bienes duraderos de agosto podrían ofrecer una lectura mixta, con una caída del 0,3% mensual en el agregado, después del avance del 1,1% de julio, explicada fundamentalmente por la volatilidad del componente de transporte. Sin embargo, la señal subyacente sería bastante más sólida: excluyendo transporte, se espera un incremento del 0,6%, acelerándose desde el 0,4% anterior.

- **Lectura final de la confianza del consumidor de septiembre, medida por la Universidad de Michigan (25-sep).** La lectura final de septiembre de la confianza del consumidor de la Universidad de Michigan podría profundizar adicionalmente el deterioro del sentimiento de los hogares, con el consenso esperando una revisión desde los 47,8 hasta los 47,5 puntos. El aumento de los precios de la gasolina durante septiembre estaría erosionando la confianza y el poder adquisitivo de los consumidores, a lo que se añade la reciente subida de tipos de la Reserva Federal y la perspectiva de unos costes de financiación más elevados.

Mercados

Seguimos considerando que la neutralidad táctica es la mejor forma de equilibrar un corto plazo exigente con una visión constructiva de medio y largo plazo. La combinación de una situación geopolítica compleja, energía cara, tipos reales elevados y una estacionalidad poco favorable aconseja no perseguir el mercado después de las fuertes rentabilidades acumuladas. Sin embargo, tampoco observamos argumentos suficientes para reducir el riesgo: el crecimiento global continúa mostrando una resistencia mayor de la esperada, las revisiones de beneficios siguen siendo favorables y los grandes motores seculares — inteligencia artificial, inversión tecnológica, defensa, infraestructuras y electrificación— permanecen plenamente operativos.

En este contexto, la reunión entre Trump y Xi del próximo 24 de septiembre constituye uno de los principales catalizadores de la semana que comienza: avances en la tregua arancelaria, comercio o materias primas estratégicas podrían reducir una parte de la prima de incertidumbre que todavía pesa sobre los mercados. Posibles acuerdos que permitan una mayor visibilidad sobre la situación de Oriente Medio podrían ser especialmente favorables para mejorar el sentimiento de los inversores.

La reunión de la Reserva Federal supone, en nuestra opinión, un elemento positivo pese a la dureza del mensaje. La subida de 25 puntos básicos y unas proyecciones futuras más restrictivas de lo anticipado obligaron al mercado a asumir que los tipos permanecerán elevados durante más tiempo, pero la decisión unánime permitió despejar una incertidumbre posiblemente más dañina: la duda sobre la disposición de la Fed a reaccionar ante una inflación persistentemente elevada. Warsh dejó claro que la estabilidad de precios continúa siendo prioritaria y la institución actuó en sentido contrario a las reiteradas preferencias de la Casa Blanca por tipos más bajos, reforzando su credibilidad y ofreciendo una señal relevante de independencia. Paradójicamente, una Fed más firme hoy puede terminar siendo favorable para los activos financieros mañana: cuanto mayor sea su credibilidad para evitar efectos

inflacionistas de segunda ronda, menor debería ser la prima de inflación exigida en el tramo largo de la curva y menor el riesgo de que la actual crisis energética termine convirtiéndose en un problema estructural.

Nuestra hoja de ruta, por tanto, no cambia: neutralidad en renta variable para conservar exposición a los motores estructurales sin asumir un riesgo táctico excesivo; mayor interés por la renta fija después del fuerte ajuste de rentabilidades; y mantenimiento de la exposición a las tendencias seculares que continúan sosteniendo crecimiento y beneficios. La neutralidad nos permite atravesar un período de elevada incertidumbre conservando capacidad para aumentar riesgo si la geopolítica se normaliza, las rentabilidades de la deuda encuentran techo y los fundamentales continúan respondiendo.

Contenidos de la presentación BBVA

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

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

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

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

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