

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 28 de septiembre al 2 de octubre de 2026

Madrid, 28 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

DATOS DE MERCADO

		Actual	Día	Últ. 7 días	MTD	YTD	Últ. 12 meses
EUROPA	MSCI Europe	213,6	+0,33%	+0,59%	-1,80%	+8,09%	+15,36%
	EUROSTOXX 50	6.302,8	+0,48%	+1,07%	-1,83%	+8,83%	+15,34%
	UK	10.695,3	+0,14%	+0,34%	-1,19%	+7,69%	+15,62%
	ALEMANIA	25.408,6	+0,56%	+0,41%	-3,24%	+3,75%	+7,36%
	FRANCIA	8.077,8	-0,04%	+0,16%	-3,08%	-0,88%	+3,20%
	ESPAÑA	19.700,1	+0,65%	+0,95%	-1,37%	+13,82%	+29,65%
	ITALIA	51.866,9	+0,63%	+0,62%	-1,42%	+15,40%	+22,26%
USA	S&P 500	7.743,4	+0,51%	+1,21%	+0,75%	+13,12%	+16,65%
	S&P 100	3.868,2	+0,53%	+1,48%	+1,76%	+12,70%	+16,81%
	NASDAQ	27.068,7	+0,48%	+2,06%	+2,65%	+16,46%	+20,32%
	DOW JONES	51.828,6	+0,93%	+0,28%	-2,55%	+7,83%	+12,37%
	NIKKEI	66.364,2	+1,30%	+2,07%	+0,08%	+31,83%	+45,44%
EMERGENTES (*)	GLOBAL	777,5	-0,42%	+0,44%	+0,68%	+13,01%	+14,22%
	EUROPA	77,2	+0,11%	+0,78%	+2,05%	+28,42%	+47,26%
	ASIA	794,3	-0,16%	+2,91%	+4,32%	+40,99%	+46,49%
	LATAM	2.673,3	-0,38%	-0,43%	+1,73%	+15,80%	+23,02%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.958,0	+0,58%	+0,89%	-0,20%	+11,91%	+15,91%

MATERIAS PRIMAS

	Valor	Día	Últ. 7 días	Mes	Año	Últ. 12 mes.
Petróleo	104,3	-2,14%	+0,43%	+15,28%	+71,44%	+50,51%
Oro	4284,8	+0,23%	-2,14%	-3,44%	-0,80%	+14,68%
Metales	218,0	+0,18%	+1,04%	-4,74%	+23,26%	+53,53%

* Rentabilidades expresadas en euros en r v emergente

* Datos de cierre

BONOS

	Valor	Día	Últ. 7 días	Mes	Año	Últ. 12 meses
Monetario	157,5	+0,01%	+0,06%	+0,13%	+1,48%	+2,02%
Crédito	243,2	-0,02%	-0,33%	-1,57%	-1,46%	-1,12%
Gobiernos	694,2	-0,08%	-0,46%	-2,01%	-3,08%	-2,54%
RF Emergente	1319,5	-0,47%	-0,55%	-0,80%	+2,04%	+5,03%
High Yield	394,1	-0,08%	-0,49%	-1,51%	+0,34%	+0,78%

% TIPOS DE INTERÉS

	USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses	4,17	2,56	2,52	4,00	1,24
1 Año	4,45	3,10	2,99	4,53	1,65
3 Años	4,93	3,45	3,34	4,87	2,14
5 Años	4,99	3,62	3,41	4,92	2,41
10 Años	5,16	4,08	3,60	5,37	3,08
30 Años	5,49	4,56	3,91	5,86	4,16

DIVISAS

	Valor	Día	Semana	Mes	Año	Últ. 12 mes.
Eur/Dólar	1,14	+0,10%	-0,83%	-1,95%	-3,02%	-2,96%
Eur/Yen	179,15	-0,91%	-0,60%	-3,47%	-2,64%	+2,50%
Eur/Libra	0,86	-0,10%	+0,31%	+0,31%	-1,34%	-1,47%



25-sep.-26

Resumen Semanal

La economía mundial continúa desenvolviéndose en un entorno contradictorio: la tensión geopolítica mantiene elevados y volátiles los precios de la energía, los principales bancos centrales han retomado el endurecimiento monetario y las rentabilidades de la deuda soberana han alcanzado máximos de varios años, pero la actividad económica sigue mostrando una resistencia considerable. Tres factores ayudan a explicar esta fortaleza: un ciclo de inversión en inteligencia artificial que continúa acelerándose, unos beneficios empresariales excepcionalmente sólidos y un consumo que, por ahora, soporta unas

condiciones financieras más exigentes. Estados Unidos sigue siendo el principal motor de la economía global, Europa está evolucionando mejor de lo esperado y China permanece débil, aunque lejos de una situación de crisis.

La energía continúa siendo la principal fuente de incertidumbre. El Brent volvió a acercarse a los 110 dólares por barril durante la semana, reaccionando violentamente a cada noticia sobre el conflicto entre Estados Unidos e Irán. La reapertura del oleoducto saudí Este-Oeste y las informaciones sobre posibles negociaciones provocaron inicialmente una caída del crudo, pero el endurecimiento posterior de la retórica devolvió rápidamente la presión alcista. Al cierre de la semana, el petróleo permanecía alrededor de 104 dólares, pese a conocerse que Washington y Teherán estarían discutiendo un acuerdo gradual para reabrir el estrecho de Ormuz y avanzar posteriormente hacia una negociación más amplia. El problema no se limita al crudo: las tensiones sobre los productos refinados continúan siendo especialmente importantes, con los márgenes europeos del diésel alcanzando niveles extraordinariamente elevados durante la semana.

En el ámbito geopolítico, la cumbre entre Estados Unidos y China tuvo más valor simbólico que contenido económico. Ambos países mostraron voluntad de mantener abierto el diálogo y evitar una nueva escalada, pero apenas hubo avances concretos en comercio, inteligencia artificial o las principales cuestiones estratégicas. El resultado más tangible fue la extensión durante dos meses de la tregua comercial, hasta el 10 de enero de 2027, un plazo incluso inferior al que esperaba el mercado. La ausencia de reducciones arancelarias confirma que Washington y Pekín están priorizando la gestión de sus diferencias sobre cualquier intento de normalización profunda. En Taiwán e Irán también se establecieron ciertos límites al enfrentamiento, pero sin resolver las discrepancias fundamentales.

Frente al ruido geopolítico, los indicadores de actividad han sorprendieron favorablemente. En Estados Unidos, el PMI compuesto de septiembre avanzó con fuerza hasta los 58,4 puntos, prolongando la mejora observada durante los últimos trimestres y reforzando la percepción de una economía todavía muy dinámica. Conviene, no obstante, evitar extrapolar mecánicamente estos niveles hacia el crecimiento futuro, pero la señal encaja con otras evidencias de resistencia de la demanda estadounidense. En Europa, la sorpresa también fue positiva: el PMI compuesto de la eurozona aumentó hasta los 53,1 puntos, con mejoras tanto en manufacturas como en servicios. Alemania prolongó claramente su recuperación, mientras Francia regresó a terreno expansivo por primera vez desde noviembre de 2025.

Esta mejora de la actividad europea tiene, sin embargo, una contrapartida menos favorable. Los costes de los insumos volvieron a acelerarse con intensidad, sugiriendo que está tomando forma una segunda oleada de presiones sobre los costes empresariales. El incremento de los

precios de venta fue bastante más moderado, señal de que las compañías todavía no pueden trasladar completamente las presiones de precios a los consumidores y están absorbiendo parte del impacto mediante menores márgenes. Reino Unido presentó una dinámica diferente: su PMI compuesto descendió hasta 51,7 puntos, con moderación tanto en servicios como en manufacturas. También allí aumentaron los costes, pero la limitada capacidad de repercutirlos a precios finales sugiere que la debilidad relativa de la demanda podría contener los efectos inflacionistas de segunda ronda.

La combinación de actividad resistente y energía cara está complicando considerablemente el panorama monetario. La comunicación de la Reserva Federal mantuvo durante la semana un tono prácticamente unánime en favor de una política restrictiva, con varios miembros reforzando la idea de que los tipos actuales quizá todavía no sean suficientemente elevados para garantizar un retorno oportuno de la inflación al objetivo.

Las señales inflacionistas, entretanto, continúan siendo elevadas. Las expectativas de inflación a un año de los consumidores estadounidenses aumentaron desde el 4,0% hasta el 4,6% en septiembre, reflejando especialmente el encarecimiento de los combustibles. Las expectativas de largo plazo permanecen mucho más contenidas, pero también algo por encima de sus medias históricas. En la eurozona, el impacto energético debería hacerse más visible en los próximos datos y se espera una aceleración significativa de la inflación general en septiembre, mientras la subyacente mostraría un comportamiento mucho más moderado.

La consecuencia más evidente para los mercados ha aparecido en la renta fija. Las ventas de deuda soberana fueron generalizadas durante la semana y llevaron las rentabilidades a máximos de muchos años. El Treasury estadounidense a diez años llegó a superar el 5,2%, su nivel más elevado desde 2007, mientras el treinta años rebasó el 5,5%, algo que no ocurría desde 2004. El movimiento no fue exclusivamente estadounidense: Bunds, gilts y deuda japonesa también sufrieron fuertes ventas. Detrás del ajuste confluyen unos datos de actividad mejores de lo esperado, bancos centrales más restrictivos, energía persistentemente cara y una creciente preocupación por las trayectorias fiscales.

En conjunto, el escenario global continúa siendo de crecimiento sorprendentemente resistente, pero a un precio cada vez mayor en términos de inflación y rentabilidades financieras. La fortaleza económica reduce por ahora el riesgo de una desaceleración severa y proporciona soporte a los beneficios empresariales, pero simultáneamente dificulta que los bancos centrales puedan relajar su política y mantiene elevada la presión sobre los mercados de bonos. Si la energía sigue cara y la actividad continúa sorprendiendo al alza, la persistencia de tipos reales elevados y unas rentabilidades soberanas cada vez más exigentes terminará constituyendo una prueba más seria para hogares, empresas y valoraciones financieras.

Renta Variable

La renta variable global cerró una semana de elevada volatilidad, marcada por la tensión entre dos fuerzas contrapuestas: la extraordinaria fortaleza del ciclo de inteligencia artificial y el progresivo endurecimiento de las condiciones financieras. La semana comenzó con fuertes avances tecnológicos, sufrió una brusca corrección cuando la solidez de los datos macroeconómicos y el encarecimiento del petróleo impulsaron nuevamente las rentabilidades de los bonos, y recuperó en la parte final tras conocerse avances diplomáticos entre Estados Unidos e Irán. El balance final fue moderadamente alcista para los grandes índices mundiales, pero ocultó una concentración extrema del liderazgo y una creciente sensibilidad de las bolsas a los movimientos de los tipos de interés.

En Estados Unidos, el protagonismo volvió a recaer sobre la tecnología. AMD, Intel, Arm y Meta registraron fuertes avances al comienzo de la semana, llevando al Nasdaq 100 a nuevos máximos históricos. Sin embargo, la amplitud del movimiento fue extraordinariamente reducida: buena parte de las ganancias acumuladas por el índice procedió de Micron, Sandisk, AMD y Nvidia, mientras que una tercera parte de los componentes del Nasdaq 100 retrocedía. La fragilidad quedó más clara el miércoles, cuando unos datos de actividad empresarial excepcionalmente fuertes provocaron, paradójicamente, la peor sesión del S&P 500 en más de un mes al reforzar las expectativas de nuevas subidas de tipos. Posteriormente, las noticias sobre negociaciones para reabrir el estrecho de Ormuz permitieron recuperar el tono. Finalmente, el S&P 500 avanzó un 1,21% semanal y el Nasdaq 100 un 3,25%.

El principal condicionante macroeconómico fue nuevamente la Reserva Federal. Las intervenciones de numerosos miembros del banco central transmitieron un mensaje prácticamente unánime: la inflación continúa demasiado elevada y probablemente será necesario seguir endureciendo la política monetaria. La fortaleza de la economía estadounidense, lejos de proporcionar tranquilidad a los mercados, aumenta el riesgo de que los tipos permanezcan elevados durante más tiempo.

En Europa, el Stoxx 600 consiguió su primera subida semanal en septiembre, avanzando alrededor del 0,5%, mientras el Euro Stoxx 50 ganó algo más del 1%. Los bancos lideraron el comportamiento sectorial y ASML destacó entre las tecnológicas. También ayudó la sorpresa positiva del PMI en Francia, que devolvió a la economía a terreno expansivo por primera vez desde finales de 2025. Sin embargo, las preocupaciones fiscales francesas permanecieron presentes.

Asia presentó importantes divergencias. Japón lideró los grandes mercados, favorecido por el

buen comportamiento del sector financiero y el optimismo tecnológico, mientras Corea también terminó en positivo. China, en cambio, decepcionó claramente: el Hang Seng perdió un 1% y la tecnología china sufrió especialmente después de que la cumbre Trump-Xi no ofreciera avances significativos más allá de extender durante dos meses la tregua comercial. India encadenó su séptima semana consecutiva de pérdidas, presionada por el petróleo elevado, el aumento de las rentabilidades estadounidenses y las salidas de inversores extranjeros.

La inteligencia artificial continuó siendo el principal soporte estructural de la renta variable. Las noticias corporativas mostraron que el ecosistema sigue expandiéndose rápidamente, con nuevas inversiones en capacidad computacional, modelos más eficientes y una competencia creciente entre las principales plataformas. Anthropic concentró buena parte de la atención tras anunciar un contrato de 11.600 millones de dólares con Akamai para capacidad de computación, mientras avanzan los preparativos para su eventual salida a bolsa. Al mismo tiempo, Meta ganó protagonismo en aplicaciones de consumo y continuó intensificándose la competencia entre Anthropic, OpenAI y las compañías vinculadas a Elon Musk. Sin embargo, el aplazamiento de varias OPV por las difíciles condiciones de mercado recuerda que el entusiasmo tecnológico convive con un entorno financiero considerablemente más exigente.

El principal elemento de vulnerabilidad sigue siendo la escasa amplitud del mercado. El S&P 500 equiponderado acumuló su quinta semana consecutiva de pérdidas y el Russell 2000 retrocedió un 0,8%, evidenciando que el aumento del coste de financiación afecta mucho más a las compañías pequeñas que a las grandes. El liderazgo ha regresado claramente hacia semiconductores y grandes hiperescaladores, permitiendo que los índices resistan incluso cuando una proporción creciente del mercado presenta un comportamiento mucho más débil.

En conjunto, la semana confirmó la extraordinaria resistencia de la renta variable frente al deterioro del mercado de bonos, pero también mostró los límites de ese equilibrio. La inteligencia artificial y el crecimiento de los beneficios continúan proporcionando un poderoso soporte, mientras el petróleo actúa como variable decisiva para inflación, tipos y valoraciones. Una relajación sostenida de las tensiones energéticas permitiría ampliar la participación en las subidas; por el contrario, la combinación de petróleo elevado, nuevas subidas de tipos y rentabilidades soberanas por encima del 5% podría terminar cuestionando unas valoraciones que, hasta ahora, han mostrado una sorprendente capacidad para convivir con unas condiciones financieras cada vez más restrictivas.

Renta Fija

La renta fija global sufrió una fuerte corrección durante la semana, llevando las rentabilidades soberanas a niveles no observados desde antes de la crisis financiera. El Treasury estadounidense a diez años llegó a superar el 5,2%, mientras el treinta años alcanzó el 5,53%, máximo desde 2004. El movimiento fue global: las rentabilidades del Bund, los gilts y los soberanos japoneses también aumentaron significativamente. En Estados Unidos, además, las pérdidas se concentraron especialmente en los vencimientos largos, provocando un empinamiento de la curva y reflejando no solo expectativas de tipos oficiales más elevados, sino también una prima por duración y riesgo fiscal.

El detonante fue la combinación de datos económicos mejores de lo esperado, una comunicación inequívocamente restrictiva de la Reserva Federal y cierta debilidad en las subastas del Tesoro. Un fuerte indicador de actividad empresarial desencadenó el miércoles una nueva oleada de ventas, amplificada por una subasta de bonos a cinco años particularmente débil. Paralelamente, numerosos miembros de la Fed coincidieron en que la inflación continúa siendo demasiado elevada y que probablemente será necesario un endurecimiento adicional. El petróleo siguió desempeñando un papel determinante y el repunte que experimentó el miércoles contribuyó al desplome vivido durante la jornada.

En Europa, continuó la presión sobre la deuda francesa. El diferencial OAT-Bund volvió a ampliarse, aunque de manera más moderada que la semana anterior, aunque algunas señales de distensión política alrededor del presupuesto proporcionaron cierto alivio en la parte final de la semana. Italia y España mostraron una mayor resistencia y sus primas de riesgo se estrecharon ligeramente en el cómputo semanal.

El crédito de grado de inversión volvió a mostrar una notable resistencia: los diferenciales apenas se ampliaron pese al fuerte incremento de los tipos soberanos, aunque las rentabilidades totales del crédito estadounidense se acercaron al 6%. La actividad del mercado primario fue intensa al comienzo de la semana, pero se frenó abruptamente conforme aumentaban las rentabilidades de la deuda pública, dejando clara la creciente sensibilidad de las condiciones de financiación. High yield y deuda emergente presentaron un comportamiento más débil, aunque el carry continúa proporcionando cierto amortiguador frente al incremento de las rentabilidades.

En conjunto, la semana nos dejó caídas en el entorno del 0,5% en los índices de bonos soberanos europeos y descensos más modestos en el crédito corporativo.

Materias primas

Las materias primas cerraron una semana de comportamiento dispar, todavía muy condicionada por la volatilidad energética y las noticias procedentes de Oriente Medio. El petróleo avanzó ligeramente, un 0,4%, hasta mantenerse por encima de los 104 dólares, alternando fuertes movimientos en función de las expectativas sobre una posible reapertura del Estrecho de Ormuz y conservando una revalorización superior al 15% en el mes. Los metales industriales también recuperaron algo de terreno, con una subida semanal cercana al 1%. En sentido contrario, el oro retrocedió algo más de un 2% durante la semana, penalizado por el fuerte repunte de las rentabilidades reales y el tono restrictivo de la Reserva Federal.

Divisas

En divisas, el dólar prolongó su fortalecimiento, apoyado por la solidez de los datos estadounidenses, el tono marcadamente restrictivo de la Reserva Federal y el fuerte repunte de las rentabilidades. El euro cedió un 0,8% frente al billete verde durante la semana, situándose por debajo de la cota de 1,14 dólares. Frente al yen, la moneda europea retrocedió un 0,6%, mientras que la libra acusó la debilidad de los indicadores adelantados británicos.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

La agenda macroeconómica europea de la semana ofreció una combinación interesante: los indicadores de actividad sorprendieron favorablemente y apuntaron a una recuperación más sólida de lo previsto, mientras que la confianza de los consumidores continuó deteriorándose y las presiones inflacionistas procedentes de la energía se hicieron más visibles.

La principal sorpresa positiva llegó de los indicadores adelantados de actividad. El PMI compuesto de la eurozona aumentó en septiembre desde 52,0 hasta 53,1 puntos, su nivel más elevado en más de tres años, frente al retroceso anticipado por el consenso. La mejora tuvo además una composición favorable, al extenderse tanto a manufacturas como a servicios. Alemania registró su mayor ritmo de expansión desde octubre de 2025, apoyada por el impulso de la inversión vinculada a defensa, mientras que Francia sorprendió al regresar a zona de expansión y registrar su mayor crecimiento en más de dos años.

Esta lectura quedó reforzada posteriormente por la encuesta IFO alemana. El componente de expectativas aumentó hasta 90,4 puntos, máximo desde finales de 2025, y la mejora comenzó a extenderse desde la industria hacia los servicios. Sin embargo, el panorama alemán sigue mostrando una importante divergencia entre empresas y hogares. La confianza del consumidor volvió a deteriorarse con fuerza de cara a octubre, cayendo desde los -26,8 hasta los -30,6 puntos, claramente por debajo de las expectativas.

Esta fragilidad del consumidor también se observó en el conjunto de la eurozona, donde la confianza cayó en septiembre desde -15,5 hasta -16,5 puntos, peor de lo esperado. De este modo, comienza a perfilarse una recuperación europea donde la actividad empresarial gana dinamismo, pero los hogares siguen mostrando cautela ante la pérdida de poder adquisitivo y la incertidumbre asociada a los precios energéticos.

Precisamente, la evolución de los precios volvió a ofrecer señales preocupantes. En España, los precios de producción se aceleraron con fuerza en agosto hasta el 13,2% interanual, evidenciando la intensidad con la que la crisis energética está trasladándose a los costes industriales. El impacto también resultó visible en el sector exterior: la balanza comercial española registró en julio un déficit de 5.224 millones de euros. Aunque inferior al del mes anterior, continúa siendo considerablemente superior a su media histórica reciente, reflejando el deterioro de la factura energética.

Por el lado financiero, el crédito privado de la eurozona mantuvo una evolución relativamente favorable. Los préstamos a los hogares crecieron un 3,1% interanual, con el crédito hipotecario estable y cierta moderación en el destinado al consumo. La financiación a empresas desaceleró ligeramente, desde el 4,4% hasta el 4,2%, y los nuevos flujos fueron inferiores a los de julio. No obstante, el conjunto de los datos indica que el canal bancario continúa funcionando con normalidad y que el reciente endurecimiento de las condiciones financieras todavía no se ha traducido en una contracción significativa del crédito.

En conjunto, la semana dejó una economía europea más resistente de lo previsto en términos de actividad, pero sometida a una presión creciente por el lado de los costes y con un consumidor que continúa mostrando una notable fragilidad, una combinación que complica especialmente el escenario para la política monetaria.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

La agenda macroeconómica estadounidense de la semana volvió a dibujar una economía

considerablemente más resistente de lo que cabría esperar en un entorno de tipos elevados y endurecimiento de las condiciones financieras. La fortaleza fue especialmente visible en los indicadores agregados de actividad, la inversión empresarial, el mercado laboral y, sorprendentemente, la vivienda. No obstante, la confianza de los consumidores se deterioró ante el repunte de los precios energéticos.

La principal sorpresa positiva llegó del PMI compuesto de septiembre, que aumentó hasta los 58,4 puntos, impulsado por una aceleración simultánea de manufacturas y servicios. La composición fue igualmente sólida, con avances de los nuevos pedidos y del empleo, reflejando el soporte procedente del consumo, la inversión empresarial asociada a la inteligencia artificial y el gasto en defensa.

Las encuestas manufactureras regionales ofrecieron, sin embargo, señales divergentes. El índice de la Fed de Richmond cayó desde 4 hasta -2 puntos, entrando en terreno contractivo por primera vez desde febrero y decepcionando las expectativas de una ligera mejora. El deterioro se concentró en nuevos pedidos y envíos, aunque el empleo mostró un comportamiento más favorable. En sentido contrario, el indicador manufacturero de la Fed de Kansas City aumentó desde 10 hasta 14 puntos, máximo desde julio de 2022, con una mejora generalizada de nuevos pedidos, producción y envíos.

La inversión empresarial volvió a constituir uno de los principales pilares de crecimiento. Los pedidos de bienes duraderos permanecieron estables en agosto, frente al descenso del 0,3% esperado, pero las cifras subyacentes fueron considerablemente mejores. Excluyendo transporte, los pedidos aumentaron un 0,3% y, especialmente, los bienes de capital subyacentes —una referencia relevante de la inversión empresarial— se dispararon un 1,6% mensual, acompañados además de una revisión al alza del dato anterior.

El mercado laboral tampoco mostró señales relevantes de deterioro. Las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo se situaron en 197.000, manteniéndose en niveles muy reducidos y confirmando que los despidos siguen siendo limitados. Esta resistencia resulta especialmente significativa porque indica que el endurecimiento de las condiciones financieras todavía no se ha traducido en un aumento apreciable de las pérdidas de empleo.

También sorprendió favorablemente el mercado inmobiliario. Las ventas de viviendas nuevas aumentaron un 6,4% mensual en agosto, hasta un ritmo anualizado de 684.000 unidades, claramente por encima de las expectativas y de las 643.000 registradas en julio. El comportamiento resulta especialmente notable teniendo en cuenta que los tipos hipotecarios a treinta años volvieron a superar el 7%.

El principal contrapunto llegó desde los hogares. La confianza del consumidor de la Universidad de Michigan descendió en septiembre hasta 48,1 puntos, mínimo de cuatro meses, mientras las expectativas sobre la economía para los próximos doce meses cayeron a niveles no observados desde 2022. El deterioro estuvo estrechamente relacionado con la inflación: las expectativas de precios a un año aumentaron desde el 4,0% hasta el 4,6%, mientras las de largo plazo alcanzaron el 3,4%. El encarecimiento de los combustibles está afectando claramente a la percepción de los consumidores y deteriorando sus expectativas sobre las finanzas personales.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

El PMI compuesto preliminar de septiembre en Japón pasó de los 53,5 a los 52,5 puntos, desligándose de la fortaleza vista en Europa y Estados Unidos y con debilidad tanto en el componente manufacturero como en el de servicios.

Catalizadores Semanales

La agenda macroeconómica de la semana estará dominada por el mercado laboral estadounidense y las nuevas señales de inflación en las principales economías desarrolladas. En Estados Unidos, destacan los datos de empleo de septiembre y el PCE de agosto, que incluye también la revisión histórica de los datos anteriores. En la eurozona, conoceremos la lectura preliminar del IPC de septiembre. En China, los PMI de septiembre permitirán comprobar si la aceleración de la ejecución fiscal ha conseguido reactivar la actividad tras un verano débil.

En España:

- **Estadística hipotecaria del mes de julio (28-sep).** En junio, el número de hipotecas sobre viviendas aumentó un 10,8% interanual y el capital concedido un 17,5%. Como referencia adelantada, las compraventas de viviendas crecieron un 3,6% mensual en julio, hasta 61.417 operaciones, pero retrocedieron un 5,1% frente al mismo mes del año anterior, rompiendo la mejora interanual registrada en junio. Dado el vínculo entre transacciones e hipotecas, esta pérdida de impulso sugiere que la constitución de nuevas hipotecas podría desacelerarse en tasa interanual, aunque el volumen de financiación debería mantenerse relativamente elevado.
- **Lectura preliminar del IPC de septiembre (29-sep).** La lectura preliminar del IPC español de septiembre debería confirmar una nueva aceleración de las presiones inflacionistas, con el consenso esperando que la tasa general aumente desde el 4,3% hasta el 4,6% interanual, su nivel más elevado desde febrero de 2023, mientras que la inflación armonizada avanzaría desde el 4,6% hasta el 4,9%. El repunte estaría condicionado principalmente por el encarecimiento de la energía, pero será especialmente relevante comprobar si comienza a extenderse hacia los componentes menos volátiles: la tasa subyacente también se espera al alza, desde el 2,9% hasta el 3,1%.
- **Ventas minoristas del mes de agosto (29-sep).** De cara a agosto, las ventas minoristas españolas podrían mostrar cierta recuperación tras la debilidad registrada en julio, cuando retrocedieron un 0,9% mensual y un 0,3% interanual en términos desestacionalizados. La composición del dato anterior fue, no obstante, más favorable de lo que sugiere el agregado: excluyendo estaciones de servicio, las ventas todavía

crecían un 1,1% interanual, con avances especialmente sólidos en bienes para el hogar y productos personales, mientras que el fuerte descenso de las ventas de carburantes lastró considerablemente el índice general. En este contexto, y teniendo en cuenta la fortaleza que continúa mostrando la economía española, cabe esperar una estabilización o modesto rebote del consumo minorista en agosto.

- **PMI manufacturero del mes de septiembre (1-oct).** El PMI manufacturero español de septiembre podría mostrar una ligera recuperación de la actividad industrial, con el consenso esperando un avance desde los 49,5 puntos de agosto hasta 50,2, lo que devolvería al sector a terreno expansivo. La mejora sería coherente con la mayor resistencia que continúa mostrando la economía española, aunque el sector manufacturero afronta un entorno cada vez más exigente por el fuerte encarecimiento de la energía y de los costes de producción, con el IPP acelerándose hasta el 13,2% interanual en agosto.
- **Desempleo registrado en el mes de septiembre (2-oct).** El desempleo registrado de septiembre en España será más difícil de interpretar de lo habitual por el impacto estadístico del proceso de regularización de inmigrantes, que está incorporando simultáneamente nuevos trabajadores a la Seguridad Social y nuevos demandantes a los registros de desempleo. En agosto, el paro aumentó en 44.419 personas, el mayor incremento para ese mes desde 2019, con los extranjeros explicando cerca del 40% del avance; sin embargo, el desempleo total todavía descendía un 2,9% interanual y las afiliaciones mantenían un fuerte crecimiento. De cara a septiembre, por tanto, un eventual aumento del paro registrado requeriría analizar conjuntamente la afiliación a la Seguridad Social y la composición por nacionalidad y experiencia laboral previa para separar el efecto administrativo de la evolución subyacente del empleo.

En Europa:

- **Confianza económica de la Comisión Europea del mes de septiembre (29-sep).** La confianza económica de la Comisión Europea debería mostrar una ligera mejora en septiembre, reforzando las señales de mayor resistencia de la actividad observadas recientemente en los PMI. El consenso espera que el indicador agregado de la eurozona avance desde 98,4 hasta 98,9 puntos, su nivel más elevado desde enero, aunque todavía por debajo del umbral de 100 asociado a su media de largo plazo. La mejora debería estar respaldada tanto por la industria, cuya confianza aumentaría desde -5,3 hasta -4,8 puntos, como por los servicios, que avanzarían desde 5,8 hasta 6,5 puntos.

- Lecturas preliminares de los IPC de septiembre, en Francia, Alemania, Italia y el conjunto de la eurozona (30-sep/2-oct).** Los datos preliminares de inflación de septiembre deberían confirmar un repunte generalizado de las presiones de precios en la eurozona, fundamentalmente asociado al encarecimiento de la energía. En Alemania, el IPC armonizado se espera que acelere desde el 2,9% hasta el 3,2% interanual, mientras que en Francia aumentaría con mayor intensidad, desde el 2,6% hasta el 3,2%, y en Italia pasaría igualmente del 3,2% al 3,7%. Esta evolución debería trasladarse al agregado de la eurozona, donde el consenso anticipa que la inflación general repunte desde el 3,2% hasta el 3,7%, su nivel más elevado desde septiembre de 2023, mientras que la tasa subyacente aumentaría de forma mucho más moderada, del 2,4% al 2,5%. En conjunto, la divergencia entre el fuerte avance de la inflación general y la relativa estabilidad de la subyacente apuntaría a un fenómeno predominantemente energético, aunque la persistencia de precios elevados aumenta el riesgo de efectos de segunda ronda y refuerza los argumentos de los miembros más restrictivos del BCE para una nueva subida de tipos antes de finalizar el año.

En EE.UU.:

- Índice de precios de la vivienda del mes de julio (29-sep).** Los precios de la vivienda en Estados Unidos podrían mostrar en julio una ligera aceleración en términos interanuales, con el consenso esperando que el índice Case-Shiller de las 20 principales ciudades avance un 2,2%, frente al 2,1% anterior. Más allá del dato de julio, las perspectivas son menos favorables: el reciente repunte de los tipos hipotecarios por encima del 7% está reduciendo la capacidad adquisitiva de los compradores y debería ejercer una presión creciente sobre los precios, especialmente en un contexto de mayor oferta de viviendas.
- Confianza del consumidor de septiembre, medida por el Conference Board (29-sep).** La confianza del Conference Board debería mantenerse prácticamente estable en septiembre, aunque en niveles deprimidos, con los expertos esperando un ligero descenso desde 89,4 hasta 89,2 puntos. La resistencia del mercado laboral, con unos despidos todavía muy reducidos, continúa proporcionando cierto soporte a la percepción de los hogares, pero este efecto se ve contrarrestado por el deterioro de la renta disponible provocado por el encarecimiento de la gasolina y el aumento de los costes de financiación.
- Encuesta JOLTS de demanda laboral de agosto (29-sep).** La encuesta JOLTS de

agosto debería mostrar una demanda laboral sólida, pero con señales graduales de normalización. Se espera que las vacantes descendan ligeramente desde 7,27 hasta unos 7,23 millones. Los indicadores de contratación ofrecen señales mixtas y las empresas continúan encontrando dificultades para cubrir determinados perfiles, pero los planes de contratación de las pequeñas compañías se han moderado.

- **Ingresos y gastos personales y PCE del mes de agosto, incluyendo revisiones anuales (30-sep).** Los datos de ingresos, gasto y PCE de agosto deberían confirmar que el consumidor estadounidense mantiene un notable dinamismo, al tiempo que las presiones inflacionistas vuelven a intensificarse. Se espera que los ingresos personales aceleren desde el 0,4% hasta el 0,5% mensual y que el gasto repunte con fuerza, desde el 0,2% hasta el 0,9%, lo que implicaría un crecimiento real del consumo cercano al 0,5% y mantendría al gasto de los hogares creciendo a un ritmo anualizado superior al 3% durante el tercer trimestre. En precios, el PCE general podría aumentar alrededor de un 0,4% mensual y el subyacente un 0,3%, aunque la publicación será especialmente relevante por las revisiones históricas, que se estima que podrían reducir dos décimas la inflación subyacente interanual.
- **Lectura final del PIB del segundo trimestre (30-sep).** La lectura final del PIB estadounidense del segundo trimestre debería confirmar un crecimiento anualizado del 1,5%, sin cambios respecto a la estimación anterior. Sin embargo, el principal foco de atención estará en las revisiones anuales de las cuentas nacionales, que abarcarán desde el primer trimestre de 2021 hasta comienzos de 2026 e incorporarán fuentes de información más completas sobre PIB, renta nacional y actividad por sectores. Más que la cifra puntual del segundo trimestre, estas revisiones permitirán comprobar si la economía estadounidense ha crecido más o menos de lo estimado durante los últimos años y podrían modificar la percepción sobre productividad, renta y ahorro.
- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (1-oct).** Las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo deberían mantenerse en niveles muy reducidos, confirmando que el mercado laboral estadounidense continúa resistiendo pese al endurecimiento de las condiciones financieras. Se espera un ligero aumento desde las 197.000 hasta las 200.000 peticiones. Por ahora, incluso los sectores más sensibles a los tipos de interés no muestran un incremento significativo de las pérdidas de empleo, y las empresas que están reduciendo plantillas parecen hacerlo principalmente por razones de eficiencia.
- **ISM manufacturero del mes de septiembre (1-oct).** El ISM manufacturero de septiembre debería confirmar que la industria estadounidense mantiene un ritmo de expansión sólido, con los expertos esperando un ligero avance desde 54,6 hasta 55,0

puntos. Las encuestas regionales de la Fed continúan siendo compatibles con crecimiento de la actividad, aunque con cierta heterogeneidad entre distritos, mientras que el alargamiento de los plazos de entrega podría proporcionar apoyo adicional al índice general.

- **Informe de empleo del mes de septiembre (2-oct).** El informe de empleo de septiembre será la principal referencia macroeconómica de la semana y podría mostrar una moderación significativa de la contratación. Se espera que las nóminas no agrícolas aumenten en 90.000 empleos, frente a los 162.000 de agosto, por una posible reversión de parte de la fortaleza reciente en ocio y hostelería y una menor contribución del empleo público estatal y local. Al mismo tiempo, la tasa de desempleo se habría mantenido estable en el 4,1%, a pesar de una mayor tasa de participación de la fuerza laboral, que habría pasado del 61,6% al 61,7%. Por último, los salarios por hora trabajada habrían repuntado un 0,3% mensual y un 3,2% en tasa interanual según la proyección del consenso.

Mercados

Los mercados afrontan las próximas semanas desde una posición compleja. La economía mundial continúa mostrando una resistencia superior a la esperada, con Estados Unidos manteniendo un elevado dinamismo, Europa ofreciendo señales de mejora y el ciclo de inversión asociado a la inteligencia artificial y la soberanía industrial proporcionando un soporte estructural muy relevante a beneficios y actividad.

Sin embargo, esta fortaleza convive con una crisis energética que no da señales de normalización, una inflación que vuelve a repuntar y unos bancos centrales que han endurecido sensiblemente su discurso. La consecuencia ha sido un fuerte aumento de las rentabilidades soberanas y una presión creciente sobre las valoraciones de los activos de riesgo. Todo ello aconseja mantener una posición neutral en renta variable, ya que el equilibrio táctico entre crecimiento, inflación, energía, tipos y valoraciones ofrece actualmente una compensación entre rentabilidad y riesgo menos evidente.

La agenda de esta semana puede resultar determinante para clarificar ese equilibrio. En Estados Unidos, el informe de empleo de septiembre será la referencia más importante: una moderación de la creación de puestos de trabajo reduciría la presión para que la Reserva Federal vuelva a subir tipos inmediatamente, mientras una nueva sorpresa de fortaleza podría alimentar otra subida de las rentabilidades. Antes conoceremos JOLTS, confianza del consumidor, ISM manufacturero y, especialmente, los datos de ingresos, gasto y PCE.

En Europa, la atención estará concentrada en la inflación de septiembre: el esperado repunte de las tasas generales en España, Alemania, Francia, Italia y el conjunto de la eurozona reforzaría los argumentos para una nueva subida del BCE, aunque será fundamental comprobar hasta qué punto la crisis energética está trasladándose a la inflación subyacente.

La geopolítica seguirá siendo, en cualquier caso, el principal factor de riesgo. El petróleo vuelve a la zona de los 107 dólares después de que Trump rechazara durante el fin de semana la propuesta iraní de reapertura del Estrecho de Ormuz. El presidente declaró el sábado que espera reanudar los bombardeos contra Irán tras las elecciones de mitad de mandato de noviembre, y que EE.UU. no levantará su bloqueo naval. Una normalización progresiva del conflicto tendría consecuencias potencialmente importantes: reduciría las expectativas de inflación, aliviaría la presión sobre los bancos centrales y permitiría una caída de las rentabilidades reales, creando un entorno considerablemente más favorable para los activos de riesgo. Por el contrario, una nueva escalada prolongaría la combinación actual de inflación elevada y condiciones financieras restrictivas. La reciente cumbre entre Estados Unidos y China tampoco produjo grandes acuerdos, pero sí confirmó la voluntad de ambas potencias de administrar sus diferencias y evitar una escalada inmediata, reduciendo al menos uno de los riesgos extremos que pesaban sobre los mercados.

En renta fija, el movimiento reciente ha sido muy intenso y se ha extendido a la práctica totalidad de las curvas soberanas occidentales. El mercado ha incorporado rápidamente una trayectoria de endurecimiento monetario considerablemente más agresiva, hasta el punto de que consideramos que la mayor parte del ajuste ya se ha producido. Si el mercado laboral estadounidense comienza a moderarse, la crisis energética pierde intensidad o se produce una normalización geopolítica, los bancos centrales podrían terminar sin validar toda la senda de endurecimiento actualmente descontada. En ese escenario, los precios de los bonos podrían empezar a recuperar las fuertes caídas de los últimos meses.

En definitiva, unas rentabilidades de la deuda elevadas, la persistencia de la inflación y la incertidumbre geopolítica justifican prudencia. A medio y largo plazo, sin embargo, permanecen intactos los motores fundamentales: crecimiento global resistente, beneficios empresariales sólidos, inversión extraordinaria en inteligencia artificial y ausencia, por ahora, de señales que anticipen un escenario recesivo.

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.