

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 12 al 16 de octubre de 2026

Madrid, 12 de octubre 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	211,4	0,95%	0,08%	-0,38%	6,95%	10,13%
	EUROSTOXX 50	6.173,4	0,76%	-1,04%	-1,53%	6,60%	9,27%
	UK	10.552,1	1,06%	0,86%	-0,51%	6,25%	10,51%
	ALEMANIA	25.087,3	1,13%	-0,57%	-0,44%	2,44%	1,99%
	FRANCIA	7.803,3	0,95%	-1,19%	-2,02%	-4,25%	-3,19%
	ESPAÑA	19.033,1	0,55%	-0,27%	-2,02%	9,97%	21,40%
	ITALIA	49.746,3	0,91%	-1,46%	-3,16%	10,68%	14,40%
USA	S&P 500	7.811,5	0,59%	1,15%	2,09%	14,11%	15,66%
	S&P 100	3.893,5	0,50%	1,01%	1,85%	13,44%	15,63%
	NASDAQ	27.366,2	0,64%	0,64%	1,88%	17,74%	18,76%
	DOW JONES	51.655,0	0,83%	0,93%	1,47%	7,47%	10,84%
	NIKKEI	69.030,9	-0,02%	1,06%	3,41%	37,13%	44,61%
EMERGENTES (*)	GLOBAL	791,2	0,92%	2,05%	2,33%	15,01%	13,66%
	EUROPA	75,3	1,83%	1,70%	-1,46%	25,18%	39,76%
	ASIA	795,1	0,45%	-0,14%	1,24%	41,15%	41,79%
	LATAM	3.014,2	1,51%	10,31%	12,46%	30,57%	40,86%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.962,4	0,63%	0,73%	1,22%	12,01%	14,02%

BONOS

		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Monetario		157,7	0,01%	0,06%	0,08%	1,59%	2,05%
Crédito		244,4	0,11%	0,17%	0,31%	-0,96%	-1,00%
Gobiernos		695,0	0,12%	0,02%	0,28%	-2,97%	-2,98%
RF Emergente		1331,3	0,34%	1,33%	1,40%	2,96%	5,24%
High Yield		391,2	0,10%	0,08%	-0,44%	-0,38%	0,36%

% TIPOS DE INTERÉS

	USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses	4,14	2,65	2,49	4,10	1,29
1 Año	4,44	3,08	2,88	4,57	1,66
3 Años	4,92	3,41	3,17	4,95	2,10
5 Años	5,02	3,58	3,26	5,00	2,36
10 Años	5,24	4,10	3,48	5,44	3,02
30 Años	5,60	4,61	3,85	5,95	4,07

MATERIAS PRIMAS

	Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Petróleo	104,7	0,42%	2,42%	1,15%	72,10%	58,07%
Oro	4194,2	1,49%	1,28%	0,89%	-2,90%	3,77%
Metales	217,6	2,87%	-0,18%	2,49%	23,00%	35,42%

DIVISAS

	Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Eur/Dólar	1,12	-0,10%	-0,49%	-1,15%	-4,65%	-3,68%
Eur/Yen	177,34	0,19%	-0,18%	-0,57%	-3,62%	-0,13%
Eur/Libra	0,85	-0,15%	-0,41%	-0,91%	-2,91%	-2,46%

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre

9-oct.-26

Resumen Semanal

La economía mundial continúa mostrando una resistencia sorprendente frente a una combinación de perturbaciones que, en circunstancias normales, habría provocado un deterioro mucho más visible de la actividad y de los mercados financieros. Las rentabilidades de la deuda soberana han alcanzado máximos de varias décadas, el petróleo permanece por encima de los 100 dólares y las condiciones financieras se han endurecido considerablemente. Sin embargo, los principales índices bursátiles siguen mostrando una notable fortaleza y los indicadores de actividad apuntan a una expansión razonablemente sólida. La explicación de

esta aparente contradicción se encuentra, en buena medida, en el extraordinario ciclo de inversión asociado a la inteligencia artificial, que está compensando parte de los efectos negativos del encarecimiento de la energía y de los tipos de interés.

Pero la resistencia de los índices no significa que toda la economía se haya vuelto insensible a las condiciones financieras. La fortaleza bursátil continúa extraordinariamente concentrada en las grandes compañías tecnológicas, mientras sectores como consumo discrecional, inmobiliario, eléctrico e industrial muestran un comportamiento mucho más débil. De hecho, el S&P 500, excluyendo tecnología, lleva varios meses sometido a presión. Esto revela que los mecanismos tradicionales de transmisión monetaria siguen funcionando: los mayores costes de financiación reducen la capacidad de inversión, encarecen el crédito y penalizan a las empresas más sensibles al ciclo. Lo verdaderamente excepcional es que la contribución positiva de un número relativamente reducido de compañías esté siendo suficiente para compensar estas dificultades en los índices agregados.

Durante los últimos años, las dudas recurrentes sobre la sostenibilidad del ciclo tecnológico han terminado disipándose gracias a unos resultados empresariales que superaban sistemáticamente las expectativas. Sin embargo, la reciente información sobre unos ingresos anualizados de OpenAI próximos a 50.000 millones de dólares, frente a estimaciones anteriores de 70.000 millones, provocó una corrección inmediata de las compañías vinculadas a la inteligencia artificial. El episodio demuestra que la monetización de las inversiones tecnológicas está convirtiéndose en una variable macroeconómica tan relevante como la evolución de los tipos de interés. La próxima temporada de resultados será, por tanto, especialmente importante para comprobar si los beneficios continúan justificando unas expectativas extraordinariamente exigentes.

La inteligencia artificial también está contribuyendo a sostener el consumo estadounidense mediante un importante efecto riqueza. Desde finales de 2019, el patrimonio real de los hogares ha aumentado aproximadamente 39 billones de dólares. Esta mejora patrimonial ayuda a explicar por qué el gasto continúa mostrando una resistencia considerable pese al deterioro de la confianza de los consumidores y a la persistencia de la inflación.

Mientras tanto, la energía continúa siendo el principal riesgo para la estabilidad macroeconómica. Los flujos de crudo a través del estrecho de Ormuz han recuperado en buena medida los niveles precios al conflicto, gracias a rutas alternativas y operaciones de transferencia entre buques. Sin embargo, esta normalización apenas ha conseguido reducir los precios. La persistencia de una prima de riesgo geopolítica explica parte de esta resistencia, pero existen también factores físicos importantes: las reservas estratégicas mundiales se han reducido significativamente, de modo que parte de la oferta recuperada

debe destinarse a reconstruir inventarios. Además, el fuerte encarecimiento del transporte marítimo continúa elevando el coste efectivo del petróleo para los consumidores finales.

La consecuencia es una inflación energética que amenaza con prolongarse, aunque todavía sin trasladarse completamente a los componentes subyacentes. Los expertos esperan que la inflación general de septiembre repunte en Estados Unidos hasta el 3,6% interanual, mientras la inflación subyacente podría mantenerse sin grandes cambios en el 2,5%. Esta divergencia proporciona cierto margen a la Reserva Federal para mantener los tipos sin cambios en octubre, especialmente después de las señales recientes de enfriamiento del empleo. Sin embargo, las actas de septiembre mostraron que numerosos miembros del FOMC consideran apropiado mantener una orientación restrictiva como protección frente a nuevas crisis de oferta, una demanda más fuerte de lo previsto y una inflación persistente.

En Europa, las tensiones fiscales añaden una dimensión adicional al problema. Francia continúa concentrando las preocupaciones de los inversores, con una prima de riesgo frente a Alemania próxima a 135 puntos básicos y crecientes dudas sobre la trayectoria presupuestaria del país. Aunque las comparaciones con la crisis soberana de 2011 resultan tentadoras, existen diferencias fundamentales. Los desequilibrios macroeconómicos del conjunto de la eurozona son considerablemente menores y Europa dispone actualmente de instrumentos institucionales de estabilidad que entonces no existían. Por ello, el riesgo de contagio generalizado parece más contenido. Sin embargo, el hecho de que las tensiones se concentren ahora en la segunda mayor economía de la eurozona confiere al problema una dimensión potencialmente más importante, especialmente ante la incertidumbre política y las elecciones presidenciales francesas de 2027.

En suma, la economía mundial está resistiendo porque el extraordinario impulso de la inteligencia artificial continúa compensando una parte importante de las perturbaciones energéticas, monetarias y fiscales. Pero esa resistencia es desigual y cada vez más dependiente de un número reducido de compañías y de unas expectativas de beneficios muy elevadas. El principal riesgo es que el motor tecnológico que sostiene buena parte de ese crecimiento y de las valoraciones bursátiles termine ofreciendo resultados inferiores a los esperados. En ese escenario, el efecto riqueza que hoy respalda el consumo podría debilitarse, mientras los sectores más expuestos a los tipos elevados seguirían sometidos a presión. La sostenibilidad del ciclo dependerá, en definitiva, tanto de la evolución de la inflación y de las condiciones financieras como de la capacidad de la inteligencia artificial para transformar sus extraordinarias inversiones presentes en beneficios empresariales duraderos.

Renta Variable

La renta variable internacional cerró una semana caracterizada por la divergencia entre la fortaleza de los grandes índices estadounidenses y el comportamiento mucho más débil de buena parte del mercado, en un contexto de rentabilidades soberanas elevadas, persistencia de las tensiones energéticas y expectativas de nuevas subidas de tipos de interés. El S&P 500 alcanzó nuevos máximos históricos durante la semana, impulsado fundamentalmente por las grandes compañías tecnológicas, mientras el Nasdaq 100 prolongó su racha de avances. Sin embargo, el Russell 2000 encadenó su quinta semana consecutiva de pérdidas y aproximadamente el 57% de las compañías del S&P 500 permanecía al menos un 20% por debajo de sus máximos históricos. Esta dispersión confirma que el liderazgo bursátil continúa muy concentrado y que los sectores más sensibles al coste de financiación siguen acusando el endurecimiento de las condiciones financieras.

En Estados Unidos, la inteligencia artificial volvió a concentrar buena parte de la atención de los inversores, tanto por su contribución al crecimiento de los beneficios como por las dudas sobre la rentabilidad de las extraordinarias inversiones comprometidas en infraestructura tecnológica. El S&P 500 alcanzó un nuevo récord el martes, apoyado por Nvidia y otras grandes compañías del sector, pero la tendencia se interrumpió el jueves después de que el Financial Times informara de que los ingresos anualizados de OpenAI se situaban alrededor de 50.000 millones de dólares, frente a referencias anteriores próximas a 70.000 millones. La noticia provocó fuertes caídas en fabricantes de semiconductores y compañías vinculadas al despliegue de centros de datos. Posteriormente, Bloomberg informó de que OpenAI esperaba alcanzar o superar los 70.000 millones de ingresos anualizados a finales de año, lo que contribuyó a una recuperación parcial de las cotizaciones. El episodio puso de manifiesto la sensibilidad de las valoraciones tecnológicas a las expectativas de crecimiento y monetización del negocio de inteligencia artificial.

La próxima temporada de resultados empresariales adquiere una relevancia especial, no solo por las elevadas expectativas de crecimiento, sino también por la fortaleza que vienen mostrando las revisiones de beneficios. El consenso espera que el beneficio por acción del S&P 500 aumente un 29,5% interanual en el tercer trimestre, después de que las estimaciones hayan sido revisadas al alza durante los últimos meses, en contra del patrón histórico habitual. Esta mejora explica también que, pese a encontrarse los índices estadounidenses en zona de máximos, las valoraciones se hayan moderado: el PER esperado a doce meses ha descendido desde 20,4 hasta aproximadamente 19,3 veces, gracias a un crecimiento de los beneficios previstos muy superior al de las cotizaciones. Sin embargo, el optimismo empresarial continúa concentrado en tecnología, que representa más del 60% de las compañías que han anticipado

resultados superiores al consenso. En un contexto de rentabilidades soberanas elevadas y crecientes presiones de costes, la capacidad de las empresas para sostener sus márgenes y confirmar las expectativas de beneficios para 2027 será probablemente tan importante como los resultados del propio trimestre.

Al mismo tiempo, la retirada de la salida a bolsa de Firmus Grid, compañía australiana de centros de datos respaldada por Nvidia, después de no conseguir suficiente demanda para la valoración pretendida, evidenció que el acceso a financiación y la aceptación de valoraciones elevadas no son uniformes dentro del ecosistema tecnológico. Fuera de este ámbito, destacó también la presión sobre las grandes operadoras estadounidenses de telecomunicaciones tras conocerse la adquisición de espectro radioeléctrico por parte de SpaceX.

En Europa, las bolsas atravesaron una semana volátil, con descensos a mediados de semana y una recuperación parcial durante la sesión del viernes. El EuroStoxx 50 volvió a registrar pérdidas semanales, mientras el Stoxx 600 mostró un comportamiento agregado más estable. El sector bancario concentró buena parte de las correcciones, especialmente entre las entidades francesas y alemanas, después de varias semanas de deterioro. La evolución estuvo estrechamente relacionada con las tensiones en los mercados de deuda soberana, particularmente en Francia, donde el diferencial frente al Bund alcanzó niveles no observados desde 2011. Las dudas sobre la aprobación del presupuesto de 2027 y la sostenibilidad de las cuentas públicas continuaron condicionando las cotizaciones. En este contexto, las valoraciones relativas de las acciones francesas han descendido, aunque los estrategas mantienen opiniones diferentes sobre si el ajuste constituye ya una oportunidad de inversión o si todavía requiere mayor claridad política y presupuestaria.

Los mercados asiáticos presentaron igualmente una elevada dispersión geográfica y sectorial. Corea del Sur registró una de las correcciones más intensas, penalizada por el comportamiento de los fabricantes de memorias y semiconductores, especialmente Samsung y SK Hynix, en paralelo a la debilidad de sus comparables estadounidenses. Por el contrario, los mercados de Japón y Hong Kong consiguieron avanzar gracias al mejor comportamiento de algunas grandes compañías tecnológicas y de consumo. En China continental, la reapertura posterior a las vacaciones nacionales estuvo inicialmente marcada por la debilidad del consumo y las dudas sobre las valoraciones tecnológicas, aunque las bolsas recuperaron parte de las pérdidas ante informaciones sobre posibles medidas de apoyo institucional. India, por su parte, interrumpió una racha de ocho semanas consecutivas de descensos, favorecida por la recuperación de las compañías tecnológicas.

La renta variable latinoamericana mostró un excelente comportamiento durante la semana, con Brasil destacando favorablemente. El Bovespa registró su mayor avance semanal desde

enero, impulsado por la reacción positiva de los inversores al resultado de la primera vuelta de las elecciones presidenciales, que reforzó las expectativas de un eventual cambio de orientación económica hacia una mayor disciplina fiscal. El real también se apreció significativamente, aunque moderó sus ganancias al final de la semana. Las bolsas de México y Chile también subieron con decisión durante la semana, aunque sus divisas sufrieron la presión de un dólar fortalecido.

En conjunto, la semana volvió a mostrar un mercado bursátil sostenido principalmente por las expectativas de beneficios de las grandes compañías tecnológicas, pero con una evolución mucho menos favorable en numerosos sectores y regiones. La próxima publicación de resultados empresariales, que comenzará con los principales bancos estadounidenses, permitirá contrastar las expectativas de crecimiento de beneficios con la evolución efectiva de los negocios. Paralelamente, los datos de inflación y consumo de Estados Unidos, las tensiones energéticas y el proceso presupuestario francés seguirán siendo referencias importantes para determinar si la recuperación bursátil consigue ampliar su base sectorial o mantiene su elevada concentración actual.

Renta Fija

La renta fija internacional atravesó una semana de elevada volatilidad, aunque con una evolución final de las rentabilidades soberanas bastante más favorable de lo que sugieren las tensiones registradas durante las sesiones. El encarecimiento del petróleo, las incertidumbres geopolíticas y el tono restrictivo de los bancos centrales continuaron condicionando el comportamiento de los bonos, mientras los inversores empezaron a valorar si el fuerte ajuste acumulado en las curvas está próximo a encontrar un punto de estabilización. En Estados Unidos, las rentabilidades llegaron a alcanzar máximos de más de dos décadas, pero terminaron retrocediendo ligeramente, mientras que en Europa persistieron las divergencias entre Alemania y los emisores periféricos, con Francia nuevamente en el centro de la atención.

En Estados Unidos, el Treasury a diez años llegó a alcanzar el 5,34% durante la semana, antes de moderarse y cerrar en el 5,24%, tres puntos básicos por debajo del viernes anterior. El bono a dos años también redujo su rentabilidad en tres puntos básicos, hasta el 4,79%. Uno de los principales catalizadores de esta estabilización fue la fortaleza de la demanda en las subastas de deuda del Tesoro estadounidense a 10 y 30 años, que contribuyó a frenar las ventas y favoreció la recuperación de los precios de los bonos. La respuesta de los inversores resulta particularmente significativa porque se produjo en un contexto de petróleo elevado, persistencia de las presiones inflacionistas y un discurso todavía restrictivo de la Reserva

Federal. Los niveles de rentabilidad alcanzados parecen estar comenzando a atraer una demanda más consistente, proporcionando un contrapeso al endurecimiento monetario esperado y a las crecientes necesidades de financiación pública.

Las actas de la reunión de septiembre de la Reserva Federal confirmaron un respaldo muy amplio a la continuación del ciclo de subidas de tipos. Los miembros del FOMC habían apoyado unánimemente el último incremento y la mayoría consideraba apropiado un ajuste adicional antes de finalizar el año. Algunos responsables de la institución reforzaron posteriormente este mensaje, defendiendo la necesidad de mantener una política restrictiva durante los próximos meses. Sin embargo, las revisiones a la baja de la inflación PCE y la debilidad del último informe de empleo han reducido considerablemente la probabilidad de una nueva subida en octubre. El mercado continúa contemplando un endurecimiento adicional, pero parece cada vez menos convencido de que deba producirse inmediatamente.

En Europa, la tensión volvió a concentrarse en la deuda francesa, aunque las primas de riesgo terminaron mostrando una cierta mejoría. El diferencial entre el OAT francés y el Bund alemán se estrechó desde 141 hasta 137 puntos básicos, después de haber registrado episodios de ampliación durante la semana. La incertidumbre sobre el presupuesto de 2027 y la sostenibilidad de las finanzas públicas francesas continúa siendo el principal factor de preocupación. Mientras tanto, el BCE reiteró que sus instrumentos de intervención no están diseñados para resolver problemas presupuestarios nacionales, por lo que la evolución del proceso político francés seguirá siendo determinante para la estabilización del mercado.

La evolución de las curvas europeas fue relativamente contenida. La rentabilidad del Bund alemán a diez años aumentó dos puntos básicos, hasta el 3,48%, mientras la referencia a dos años repuntó cinco puntos básicos, hasta el 3,12%, provocando un ligero aplanamiento de la curva. El comportamiento de la deuda periférica fue más favorable: la prima de riesgo italiana descendió desde 114 hasta 109 puntos básicos y la española se estrechó marginalmente desde 62 hasta 61 puntos básicos.

En el mercado de crédito corporativo europeo, los diferenciales de grado de inversión mostraron estabilidad, aunque determinados segmentos subordinados del sector bancario, especialmente aquellos vinculados a entidades con exposición inmobiliaria, continuaron sometidos a presión.

En conjunto, la semana dejó señales incipientes de estabilización en las curvas soberanas, pero todavía no una desaparición de los riesgos que han impulsado el reciente ajuste. En consecuencia, tuvimos una semana de ligera apreciación en los precios de la deuda europea, tanto soberana como corporativa.

Materias primas

Las materias primas registraron una semana de comportamiento mixto, marcada por un nuevo repunte del petróleo y una recuperación moderada del oro. El crudo avanzó un 2,42%, hasta 104,7 dólares por barril, impulsado por la persistencia de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y las incertidumbres sobre el suministro, pese a los avances en la normalización de los flujos a través del estrecho de Ormuz. Por su parte, el oro recuperó un 1,28%, hasta 4.194 dólares por onza, favorecido por cierta moderación de las rentabilidades estadounidenses al final de la semana. Finalmente, los metales industriales retrocedieron ligeramente un 0,18%.

Divisas

En el mercado de divisas, el dólar volvió a fortalecerse frente al euro, favorecido por la persistencia de unos diferenciales de tipos elevados, el atractivo relativo de los activos estadounidenses y las crecientes incertidumbres fiscales y políticas en Europa. La moneda única retrocedió un 0,49% frente al billete verde, hasta situarse alrededor de 1,12 dólares, acumulando una depreciación del 4,65% en el año. La debilidad de la moneda única también se extendió a otros cruces, con descensos del 0,18% frente al yen y del 0,41% frente a la libra esterlina.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

La agenda macroeconómica europea de la semana ofreció señales contrapuestas sobre la fortaleza de la recuperación económica, con una clara mejora de los indicadores adelantados de actividad, pero unos datos de producción industrial y consumo bastante más irregulares.

La principal señal positiva procedió de los PMI definitivos de septiembre. El índice compuesto de la eurozona aumentó desde 52,0 hasta 53,1 puntos, su nivel más elevado desde abril de 2023, mientras el PMI de servicios avanzó desde 51,6 hasta 53,0 puntos, máximo desde noviembre de 2025. Ambas lecturas confirmaron las estimaciones preliminares. En España, el PMI de servicios sorprendió favorablemente al aumentar desde 57,8 hasta 58,3 puntos, impulsando el indicador compuesto hasta 56,8, lo que confirma que la economía española mantiene un ritmo de expansión particularmente elevado. En Italia, por el contrario, los

servicios se moderaron desde 55,2 hasta 51,7 puntos, muy por debajo de lo esperado, mientras el PMI compuesto retrocedió desde 53,6 hasta 51,0, evidenciando una acusada pérdida de impulso.

Las estadísticas de actividad real ofrecieron una imagen menos favorable. La producción industrial decepcionó en Francia, España e Italia, con descensos mensuales del 0,3%, 0,7% y 1,3%, respectivamente, todos ellos peores de lo anticipado por el consenso. También sorprendieron negativamente los pedidos industriales alemanes, que se desplomaron un 10,6% mensual en agosto, frente a la caída del 1% prevista. Por el contrario, la producción industrial alemana ofreció la principal sorpresa positiva de la semana, con un avance del 2% mensual, cuatro veces superior a lo esperado y el mayor incremento en diecisiete meses. La recuperación, que compensó con creces la caída de julio, estuvo impulsada principalmente por la construcción y los bienes de capital, favorecidos por el aumento del gasto público en infraestructuras y defensa, aunque la fabricación de automóviles volvió a retroceder.

En el ámbito de la demanda, las ventas minoristas de la eurozona aumentaron únicamente un 0,1% en agosto, una décima menos de lo previsto, confirmando que el consumo privado continúa avanzando a un ritmo bastante más moderado que el sugerido por las encuestas empresariales. Por su parte, el sector exterior alemán tampoco ofreció señales especialmente favorables: las exportaciones descendieron un 0,8% mensual, encadenando su segundo retroceso consecutivo, mientras las importaciones aumentaron un 0,9%, reduciendo el superávit comercial hasta los 19.500 millones de euros.

Finalmente, las actas de la reunión de septiembre del BCE reflejaron un debate creciente sobre la proporcionalidad del endurecimiento monetario. Aunque el Consejo de Gobierno continúa preocupado por la persistencia de la inflación, algunos miembros advirtieron de que una política excesivamente restrictiva podría terminar perjudicando innecesariamente el crecimiento. Esta preocupación adquiere especial relevancia después del fuerte aumento de las rentabilidades soberanas, que ya está provocando un endurecimiento adicional de las condiciones financieras sin necesidad de nuevas decisiones del banco central.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

La agenda macroeconómica estadounidense de la semana volvió a mostrar una economía que mantiene un notable dinamismo, especialmente en los servicios, pero que continúa enfrentándose a importantes presiones inflacionistas y a un deterioro persistente de la confianza de los consumidores.

La principal señal de fortaleza procedió del ISM de servicios de septiembre, que se mantuvo en un nivel claramente expansivo de 54,9 puntos, apenas cinco décimas por debajo de agosto y prácticamente en línea con lo esperado. La composición del indicador fue especialmente favorable por el lado de la demanda: los nuevos pedidos permanecieron en niveles muy elevados, en 59,8 puntos, mientras los pedidos pendientes aumentaron hasta 56,6, máximo desde julio de 2022. Sin embargo, el componente de precios pagados volvió a acelerar, hasta 74,0 puntos, su nivel más elevado en más de cuatro años, reflejando el impacto del encarecimiento de los combustibles y de los aranceles sobre los costes empresariales.

Esta resistencia de la actividad volvió a contrastar con el deterioro de la confianza de los hogares. El índice preliminar de octubre de la Universidad de Michigan descendió desde 48,1 hasta 46,3 puntos, por debajo de lo previsto, con una caída especialmente intensa de la valoración de la situación actual, hasta 44,7 puntos. Las expectativas futuras, sin embargo, mejoraron ligeramente, lo que introduce cierto matiz en la lectura negativa del indicador. Más preocupante fue el nuevo repunte de las expectativas de inflación, hasta el 4,7% a un año y el 3,5% a largo plazo, impulsado fundamentalmente por el encarecimiento de la gasolina.

Por otra parte, la balanza comercial volvió a deteriorarse significativamente en agosto, con un déficit que aumentó un 13,7% mensual, hasta 105.600 millones de dólares, superando las previsiones. Las importaciones crecieron un 4,3%, alcanzando un nuevo máximo, mientras las exportaciones avanzaron únicamente un 1,4%. Esta evolución apunta a una nueva contribución negativa del sector exterior al crecimiento del tercer trimestre, aunque también resulta coherente con la fortaleza de la demanda interna estadounidense.

Las actas de la reunión de septiembre de la Reserva Federal confirmaron un sesgo claramente restrictivo, aunque parcialmente desactualizado por los datos conocidos posteriormente. Los 19 miembros del FOMC respaldaron la subida de 25 puntos básicos, prácticamente todos consideraron que los riesgos inflacionistas seguían sesgados al alza y una mayoría estimó apropiado un nuevo incremento antes de finalizar el año. Sin embargo, resulta relevante que muchos participantes contemplaran ese endurecimiento adicional más como una medida preventiva que como una necesidad de su escenario central. Además, las posteriores revisiones a la baja del PCE y la moderación del empleo en septiembre han debilitado los argumentos para seguir subiendo los tipos.

Finalmente, el mercado laboral continuó ofreciendo señales de estabilidad por el lado de los despidos, con las solicitudes iniciales de subsidio por desempleo manteniéndose en apenas 197.000 peticiones y encadenando cuatro semanas consecutivas por debajo de las 200.000.

Catalizadores Semanales

La agenda macroeconómica de la semana estará dominada por la inflación de septiembre en Estados Unidos y el inicio de la temporada de resultados empresariales, dos referencias fundamentales para determinar la evolución de las expectativas de tipos y la capacidad de resistencia de las bolsas. Se espera un repunte del IPC estadounidense, pero sin una aceleración generalizada de las presiones subyacentes. También conoceremos las ventas minoristas de septiembre en Estados Unidos, donde se anticipa una moderación tras la fortaleza del verano. En China, el foco estará en los datos de precios y comercio exterior.

En España:

- **Lectura final del IPC del mes de septiembre (14-oct).** La lectura definitiva del IPC de septiembre en España debería confirmar el fuerte repunte de la inflación, sin cambios respecto a la estimación preliminar, que situó la tasa general en el 4,9% interanual y la armonizada en el 5,0%, frente al 4,6% de agosto en esta última medida. La aceleración respondió principalmente al encarecimiento de los combustibles, asociado al conflicto en Oriente Medio, y a unos efectos de base desfavorables en los paquetes turísticos. Sin embargo, la principal preocupación reside en la persistencia de las presiones inflacionistas domésticas, alimentadas por el crecimiento salarial, la fortaleza del turismo y una economía que continúa operando por encima de su capacidad potencial.

En Europa:

- **Producción industrial de agosto en la eurozona (15-oct).** El consenso espera una variación mensual nula, después del descenso del 0,1% registrado en julio, mientras que la tasa interanual se situaría en el -0,1%. Los datos nacionales conocidos hasta ahora reflejan una evolución muy desigual: la producción alemana sorprendió favorablemente con un avance del 2%, impulsado por la construcción y los bienes de capital, mientras Francia, España e Italia registraron retrocesos del 0,3%, 0,7% y 1,3%, respectivamente.
- **PIB del mes de agosto en Reino Unido (15-oct).** El PIB mensual del Reino Unido podría mostrar una ligera contracción en agosto, después de dos meses consecutivos de crecimiento sólido. El consenso espera una caída del 0,1% mensual, frente al avance del

0,4% registrado en julio. La moderación respondería principalmente al impacto del encarecimiento de la energía, especialmente del gas natural, y al endurecimiento de las condiciones de financiación, que comienzan a limitar la actividad. Sin embargo, la economía británica ha mostrado hasta ahora una resistencia considerable frente a la crisis energética, apoyada por la fortaleza de los servicios y ciertos indicios de impulso asociado a la inteligencia artificial.

- **Lectura final del IPC del mes de septiembre en la eurozona (16-oct).** La lectura definitiva del IPC de septiembre en la eurozona debería confirmar el fuerte repunte de la inflación, sin cambios respecto a la estimación preliminar, que situó la tasa general en el 3,8% interanual, frente al 3,2% de agosto, mientras la subyacente aumentó ligeramente desde el 2,4% hasta el 2,5%. La aceleración respondió fundamentalmente al encarecimiento de la energía, aunque la inflación de servicios también repuntó hasta el 3,2%, posiblemente influida por efectos de base relacionados con las tarifas aéreas. El principal interés estará en el desglose definitivo de los componentes subyacentes, para determinar si comienzan a aparecer efectos de segunda ronda de la crisis energética o si las presiones continúan relativamente contenidas.

En EE.UU.:

- **Ventas de viviendas de segunda mano del mes de septiembre (13-oct).** Las ventas de viviendas usadas en Estados Unidos podrían prolongar su debilidad en septiembre, con el consenso esperando una caída mensual del 0,5%, hasta un ritmo anualizado de 3,95 millones de unidades, frente a los 3,98 millones de agosto. El principal obstáculo continúa siendo el fuerte encarecimiento de la financiación hipotecaria: el tipo medio de las hipotecas a treinta años ha alcanzado el 7,49%, máximo desde noviembre de 2023, después de aumentar aproximadamente medio punto porcentual en apenas tres semanas.
- **IPC del mes de septiembre (14-oct).** El IPC estadounidense de septiembre debería mostrar una nueva aceleración de la inflación general, impulsada fundamentalmente por el encarecimiento de los combustibles, mientras las presiones subyacentes podrían mantenerse relativamente contenidas. El consenso espera un incremento mensual del 0,6%, frente al 0,4% de agosto, lo que elevaría la tasa interanual desde el 3,4% hasta el 3,6%. Por el contrario, el IPC subyacente avanzaría un 0,2% mensual, una décima menos que en agosto, aunque su tasa interanual repuntaría ligeramente hasta el 2,5%.

- **Ventas minoristas de septiembre (15-oct).** Las ventas minoristas estadounidenses de septiembre deberían mostrar una moderación significativa después del fuerte avance registrado en agosto, con el consenso esperando un crecimiento mensual del 0,3%, frente al 1,1% anterior. Sin embargo, la composición del dato será especialmente relevante: el encarecimiento de la gasolina, cuyos precios aumentaron un 7,3% durante el mes, podría sostener artificialmente las ventas nominales, mientras el gasto subyacente mostraría una evolución algo más débil. Sin embargo, el grupo de control, utilizado para estimar el consumo en el PIB, podría avanzar también un 0,3%, según la estimación del consenso.
- **Encuestas manufactureras regionales de Nueva York y de la Fed de Filadelfia de octubre (15-oct).** Las encuestas manufactureras regionales de Nueva York y Filadelfia de octubre deberían confirmar la continuidad de la expansión industrial estadounidense, aunque con cierta divergencia en su evolución. El consenso espera que el índice Empire State de Nueva York mejore desde 7,6 hasta 12,6 puntos, favorecido por la recuperación de la actividad tras la debilidad de septiembre, mientras el indicador de la Fed de Filadelfia se moderaría desde 37,8 hasta 30,0 puntos, permaneciendo en niveles históricamente elevados. Más allá de los índices generales, el principal foco estará en los nuevos pedidos, el empleo y los precios pagados, después de que las últimas encuestas mostraran un fuerte encarecimiento de los insumos y dificultades de suministro.
- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (15-oct).** Las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo deberían mantenerse en niveles extraordinariamente reducidos, confirmando que el enfriamiento del mercado laboral estadounidense continúa produciéndose fundamentalmente a través de una menor contratación y no de un aumento de los despidos. El consenso espera unas 200.000 nuevas peticiones, frente a las 197.000 de la semana anterior.
- **Índice de precios de producción del mes de septiembre (15-oct).** El índice de precios de producción estadounidense de septiembre debería mostrar una nueva aceleración de las presiones inflacionistas en origen, impulsada principalmente por el encarecimiento de la energía y los costes de los bienes importados. El consenso espera un aumento mensual del 0,6%, frente al 0,4% de agosto, mientras la tasa interanual se mantendría en el 5,4%. Por su parte, el índice subyacente, excluyendo alimentos y energía, avanzaría un 0,3% mensual, frente al 0,2% anterior. Más allá del dato agregado, el principal foco estará en los componentes que alimentan el deflactor del PCE, especialmente los servicios sanitarios, las tarifas aéreas y otros servicios empresariales, para determinar hasta qué punto los mayores costes están trasladándose a la inflación de consumo.

- **Producción industrial del mes de septiembre (16-oct).** La producción industrial estadounidense de septiembre debería mostrar una recuperación moderada tras el estancamiento registrado en agosto, con el consenso esperando un avance mensual del 0,4%, frente al 0,0% anterior. Sin embargo, la mejora podría estar impulsada principalmente por la minería y la generación eléctrica, mientras la actividad manufacturera seguiría mostrando una evolución más irregular. La extracción de petróleo podría beneficiarse del aumento de la actividad de perforación, mientras la fabricación de automóviles ofrecería un comportamiento relativamente más favorable.

Mercados

Los mercados afrontan la nueva semana en un entorno que sigue siendo complejo, aunque con algunas señales de estabilización alentadoras. Concretamente, la evolución de los mercados soberanos constituye una de las novedades que conviene analizar con detenimiento. Después de un fuerte repunte que llevó las rentabilidades estadounidenses a máximos de más de dos décadas, las subastas de bonos soberanos a diez y treinta años registraron una demanda especialmente sólida, sugiriendo que los niveles actuales empiezan a atraer compradores. Al mismo tiempo, los datos más moderados del mercado laboral estadounidense y las recientes comunicaciones de la Fed y el BCE han reducido la urgencia de nuevas subidas de tipos en octubre. Aunque la elevada oferta de deuda, las necesidades de financiación y las primas por plazo seguirán condicionando las curvas, la posibilidad de una estabilización de las rentabilidades soberanas representa un desarrollo favorable para el conjunto de los activos financieros.

En renta variable, los beneficios empresariales continúan siendo el principal argumento constructivo. Las revisiones de expectativas siguen mostrando fortaleza y el ciclo de inversión tecnológica mantiene un dinamismo extraordinario, aunque las recientes oscilaciones de las compañías vinculadas a la inteligencia artificial reflejan una mayor exigencia sobre la rentabilidad futura del capital invertido. La próxima temporada de resultados permitirá comprobar hasta qué punto esa fortaleza continúa justificando las valoraciones actuales.

La geopolítica sigue siendo el principal factor de incertidumbre. La recuperación parcial de los flujos energéticos por Ormuz ha contribuido a reducir el riesgo de una interrupción extrema del suministro, pero no ha impedido que el petróleo permanezca sometido a una presión considerable. Los recientes ataques contra infraestructuras saudíes y la intensificación del conflicto con los hutíes en Yemen abren la posibilidad de un nuevo frente de inestabilidad en torno al estrecho de Bab el-Mandeb, especialmente relevante para las rutas alternativas de transporte energético. Una nueva escalada podría prolongar las presiones inflacionistas y

complicar la estabilización de las rentabilidades soberanas.

En Europa, Francia continúa siendo el principal foco de riesgo fiscal y político. La elevada volatilidad del diferencial entre los bonos franceses y alemanes refleja las dudas sobre la capacidad del país para reconducir sus desequilibrios presupuestarios, en un contexto de creciente movilización social y proximidad de las elecciones presidenciales. Aunque el BCE dispone de instrumentos para responder ante una fragmentación financiera injustificada, la recuperación de la confianza dependerá fundamentalmente de la credibilidad fiscal francesa. Por ahora, las tensiones no se han transformado en una crisis soberana generalizada, pero su evolución exige vigilancia.

La agenda de la semana estará dominada por dos referencias fundamentales: la inflación estadounidense de septiembre y el inicio de la temporada de resultados empresariales. El IPC permitirá evaluar hasta qué punto el encarecimiento energético está trasladándose a los precios subyacentes y condicionará las expectativas sobre los próximos movimientos de la Reserva Federal. Por su parte, los resultados de las grandes entidades financieras y de las primeras compañías que presentan cifras ofrecerán nuevas evidencias sobre la resistencia de los beneficios, los márgenes y la demanda. También conoceremos las ventas minoristas de septiembre en Estados Unidos, una referencia importante para comprobar si el consumo mantiene su fortaleza pese al deterioro de la confianza de los hogares.

En definitiva, la aparición de demanda en los mercados de deuda, la menor urgencia de endurecimiento monetario y la resistencia de los beneficios permiten una lectura algo más constructiva que hace unas semanas. Sin embargo, el petróleo, Francia y unas valoraciones bursátiles todavía exigentes mantienen un margen de error reducido. Seguimos manteniendo un posicionamiento neutral en activos de riesgo, a la espera de una mayor estabilización de las condiciones financieras y de que los próximos datos confirmen que la fortaleza de los fundamentales puede seguir compensando las incertidumbres del entorno.

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.