

1. Entorno geopolítico

1.1. Geopolítica internacional

El conflicto en Oriente Medio se mantiene abierto y generalizado. Los hutíes del Yemen (próximos al régimen de Irán) realizaron avances en su conflicto con Arabia Saudita al tomar el control del puerto de Moca y de la isla Perim, activos estratégicos clave para el control del estrecho de Bab-el-Mandeb y del tráfico marítimo en el Mar Rojo. Además, ataques lanzados por los hutíes forzaron el cierre temporal del oleoducto Este-Oeste en Arabia Saudita, que había estado siendo utilizado para llevar buena parte de la producción del país hacia el puerto de Yanbu en el Mar Rojo, con el objetivo de evitar el estrecho de Ormuz. Según prensa, el gobierno de China habría pedido a Irán que presionara a los hutíes para que redujeran sus ataques, aunque hay dudas de la verdadera capacidad de Irán de controlar a esta milicia. En relación con el tráfico en Ormuz, hay evidencia de un creciente número de cruces por parte de buques petroleros, posiblemente por la presión internacional sobre Irán, aunque también se han producido ataques a los barcos que han intentado el cruce del bloqueo iraní (sujeto a un peaje) y del contrabloqueo estadounidense. **Las perspectivas de una resolución a corto plazo se mantienen alejadas.** Por un lado, Irán, a pesar de tensiones económico-financieras domésticas, provocadas por los menores ingresos por exportación de crudo (por el contrabloqueo de Estados Unidos) quiere evitar un acuerdo que sea interpretado como una victoria política para Trump, antes de las elecciones de medio mandato. Por otra parte, Trump ha centrado su mensaje en que el precio del petróleo y la gasolina caerán rápidamente una vez se alcance un acuerdo y, según informaciones, habría descartado un marco de acuerdo que se habría alcanzado en negociaciones realizadas en la Asamblea General de las Naciones Unidas. Con todo ello y pesar de la comunicación errática que pueda realizar Trump, el conflicto se prolongará al menos hasta noviembre.

La esperada cumbre en Trump y Xi se cerró sin ningún acuerdo significativo, más allá de la extensión de la tregua comercial entre ambos países en dos meses, hasta el 10 de enero de 2027, en vez del noviembre de 2026. Según prensa, China habría pedido una extensión de dos años, lo que habría cubierto el resto de la presidencia de Trump. Más allá de este aspecto, la cumbre fue relativamente superficial y no supone ni una escalada ni una reducción de las tensiones entre ambos países. China insistió en la petición de que Estados Unidos se oponga a la independencia de Taiwán, aunque no obtuvo respuesta por parte de Trump. Otros temas como la IA o el conflicto en Oriente Medio no fueron tratados de forma explícita. Por su parte, China insistió en la necesidad de estabilidad en las relaciones entre las dos superpotencias, citando el concepto de “estabilidad estratégica constructiva” y utilizando expresiones como “coexistencia”.

En las últimas semanas, Trump ha insistido en la necesidad de una desescalada del conflicto en Rusia y Ucrania, como una posible herramienta para reducir el aumento de los precios de la energía. Desde finales de 2026, Ucrania ha centrado sus ataques a Rusia a la infraestructura energética y de transporte del país, especialmente refinerías, y ha logrado impactar la capacidad de producción y exportación rusa. Estados Unidos ha enviado delegaciones a negociar con Rusia y ha mantenido reuniones con el presidente de Ucrania, aunque la posibilidad de un acuerdo que podría ser de alto-el-fuego parece, hoy por hoy, remota.

El presidente y consejero delegado de Anthropic (modelo: Claude) hizo una llamada a reducir el ritmo de desarrollo de la IA, una iniciativa a la que OpenAI (modelo: ChatGPT) ha afirmado que

se suma. La carta abierta pide un aumento del control de los modelos desarrollados y de las restricciones en las exportaciones de chips a China, reconociendo la competencia geoestratégica del país. Esta propuesta tiene lugar en un entorno marcado por crecientes incidentes de ciberseguridad protagonizados por agentes de IA que han llegado a penetrar en infraestructuras públicas. El entorno de la IA se está caracterizando por una creciente competencia entre los conocidos como modelos cerrados (como Claude y ChatGPT) y la de modelos abiertos como los desarrollados, sobre todo, por empresas chinas.

La UE ha invitado a Canadá a convertirse en un Estado Asociado de la UE, un movimiento que fue bienvenido por el primer ministro canadiense, M. Carney. La propuesta se contempla más como un acuerdo basado en valores y objetivos con algunas posibles áreas de cooperación (como por ejemplo el flujo de personas), que no como un proceso formal de acceso de Canadá como miembro de la UE y del Mercado Común. La cumbre UE-Canadá de finales de octubre puede aportar más información sobre la forma de esta posible alianza

1.2. Política doméstica

En Estados Unidos, las últimas encuestas muestran un creciente viraje del voto hacia los candidatos del partido demócrata en las elecciones de medio mandato, previstas para el 3 de noviembre. Con ello, los modelos estadísticos y los mercados de apuestas sugieren una elevada probabilidad de que el partido demócrata pueda tomar el control de la Cámara de Representantes e, incluso aunque con menor certeza, el Senado. En este contexto, la popularidad de Trump ha marcado nuevos mínimos históricos. Por categorías, la valoración neta (diferencial entre los favorables y desfavorables) ha pasado a ser negativa en inflación (-46 %), la gestión de la economía (-32 %) y la inmigración (-13,0 %). Por otra parte, el Tribunal Supremo invalidó la orden ejecutiva de Trump para cambiar el sistema de voto por correo que generaba un elevado coste de cumplimiento para los Estados, incluyendo el uso de un portal electrónico que todavía no está disponible. Finalmente, la legislación promovida por la administración Trump que busca restringir la accesibilidad al voto al dificultar el registro de votantes, conocida como SAVE Act, ha sido aprobada por la Cámara de Representantes, pero se encuentra detenida en el Senado.

En Alemania, las elecciones regionales en tres estados (Länder) confirmaron el mal momento de la CDU, el partido del canciller F. Merz, que se enfrenta a crecientes tensiones dentro de su partido y de la coalición de gobierno con el partido socialista (SPD) y a una popularidad muy reducida. Sin embargo, Merz ha descartado dimitir o realizar cambios en el gobierno en un proceso que sería complejo y que no cuenta con un candidato alternativo claro. El partido de extrema-derecha, Alternativa para Alemania (AfD) se impuso en las elecciones del Land de Sajonia-Anhalt, con cerca de un 44 % de los votos y logró 39 escaños, con lo que se quedó corto de la mayoría absoluta (42 escaños) y en las elecciones del Land de Mecklemburgo-Pomerania Occidental, donde logró un 38 % de los votos, quedando por encima del SPD (35 %). En estos últimos comicios, la CDU no alcanzó el 5 % de los votos y no logró representación en el parlamento regional, su peor resultado electoral desde la Segunda Guerra Mundial. En Berlín, el partido de extrema-izquierda, die Linke, se impuso en las elecciones y los dos partidos de la coalición de gobierno nacional (CDU y SPD) perdieron alrededor de un tercio de los votos y de los representantes.

En Francia, la incertidumbre política se mantiene elevada en un contexto de parálisis política. El gobierno ha reconocido que el déficit fiscal de 2026 será del 5,4 % del PIB, mayor que el objetivo establecido (4,6 %) y que el registrado en 2025 (5,1 %). La no-aprobación de un presupuesto llevaría el déficit por encima del 6 % del PIB en 2027 y, para evitar esta posibilidad, el gobierno ha indicado que buscará realizar un ajuste fiscal sustancial mediante una reducción del gasto público (límites al aumento de pensiones y sueldos públicos y restricción del gasto de los gobiernos locales, entre otros) y un aumento los ingresos (extensión del recargo al impuesto de sociedades, aunque a un tipo menor). En el apartado político, las elecciones parciales al Senado

supusieron el avance del partido de extrema-derecha Reagrupamiento Nacional (RN) que lograría formar grupo propio, un objetivo que también podría lograr el partido de extrema-izquierda Francia Insumisa. Todo en un contexto en que los partidos tradicionales y de centro han tendido a perder apoyos y escaños.

La inmigración y la vivienda hacen aumentar la tensión política y social en España. Desde el verano, la inmigración ha emergido como una preocupación creciente entre la ciudadanía y como una estrategia de movilización y polarización por parte de los partidos políticos. De forma más reciente, la vivienda ha vuelto a centro político y mediático y ha llevado a partidos políticos y movimientos sociales a pedir legislación para limitar el precio de la vivienda, de los alquileres y limitar la posibilidad de desahucios sin alternativa habitacional. El Consejo de Ministros aprobó un Real Decreto Ley –que ahora pasará al Congreso– con medidas como protección frente a desahucios, ajustes impositivos (IVA del 10 % para pisos turísticos y del 4 % para la vivienda de protección pública), deducciones al alquiler para rentas bajas y una prórroga de dos años para contratos de alquiler. **El ambiente pre-electoral mantendrá las tensiones políticas elevadas y los anuncios de políticas y de propuestas se sucederán en los próximos meses.** Dado que la fecha límite para la celebración de elecciones es agosto de 2027, la convocatoria debería tener lugar en mayo de 2027 y, a pesar de que un adelanto electoral ha sido descartado repetidamente por el presidente del gobierno, P. Sánchez, no resulta descartable que busque una contemporización de los comicios con los desarrollos políticos, sociales y económicos.

► **Focus:** [Incertidumbre política en Europa: Implicaciones estratégicas, económicas y financieras](#)

2. Entorno macroeconómico y financiero

2.1. Entorno económico

La OCDE actualizó sus perspectivas económicas destacando la resistencia que la economía global ha mostrado a los impactos del conflicto en Oriente Medio gracias a: (i) el uso de inventarios y otras medidas de compensación; (ii) las medidas de apoyo público; y (iii) la actividad asociada a la IA. En adelante, las perspectivas dependen en gran medida de la resolución del conflicto en Oriente Medio que impulsa el precio del crudo y la inflación y costes de producción. La OCDE señala que el aumento de tipos de interés ante crecientes preocupaciones fiscales y la fuerte emisión de grandes empresas tecnológicas no ha supuesto, por ahora, un tensionamiento significativo de las condiciones financieras. El organismo revisa al alza las perspectivas de actividad para Estados Unidos y la zona euro, aunque a la baja para Francia. En el caso de la inflación las principales revisiones son para el dato de 2027, que se revisa 5 décimas al alza en la zona euro, en Estados Unidos y en el conjunto del G-20. Los riesgos están sesgados a la baja y proceden del impacto de nuevos shocks de oferta sobre los precios (p.ej. el Niño), de nuevos aumentos en los tipos soberanos a largo plazo y de posibles decepciones en las inversiones asociadas a la IA.

Estados Unidos exhibe fortaleza económica en la última ronda de datos. El indicador de confianza empresarial PMI para el conjunto de la economía repuntó en septiembre hasta un máximo de cinco años (58,4; ago26: 56,0), superando las expectativas del consenso de analistas y con mejoras tanto en el indicador del sector manufacturero, como el del sector servicios. Los datos de mercado laboral de agosto registraron una creación de 162.000 puestos de trabajos e incluyeron revisiones al alza en los datos de los meses anteriores, que habían sido relativamente débiles. La tasa de paro se mantuvo en el 4,1 %, mientras que la dinámica salarial se moderó hasta un 3,1 % interanual (jul26: 3,2 %). En relación con los precios, la inflación en agosto mostró la misma tasa interanual que el mes anterior (3,4 %), por debajo de las tasas registradas en primavera y verano.

La economía china se mantiene débil y dual, entre la debilidad de la demanda doméstica y el dinamismo relativo del sector tecnológico e industrial. Las ventas al detalle en agosto decepcionaron al consenso y se moderaron hasta el 0,4 % interanual (jul26: 0,6 %), lastradas por las ventas de bienes duraderos como los automóviles (-18,5 % interanual) y mobiliario (-7,5 %). La inversión en capital fijo aceleró su caída en agosto (-7,2 %; jul26: -6,7 %), su menor nivel desde el Covid y a pesar de la favorable evolución de la inversión en sectores de alta tecnología (+5,2 %). En cambio, la producción industrial se aceleró en agosto hasta el 5,2 % interanual (jul26: 4,5 %), con una buena evolución de las manufacturas, especialmente las de alta tecnología, transportes y maquinaria eléctrica. El sector exterior continúa mostrando un comportamiento extraordinario, con las exportaciones creciendo un 25,0 % interanual en agosto (jul26: 23,9 %) apoyado, otra vez, por los sectores de alta tecnología, como semiconductores (+129,8 %) y la maquinaria de proceso de datos (68,7 %). Estos mismos sectores también tienen una importancia sustancial en el dinamismo de las importaciones, confirmando la importancia estratégica del mismo para el país. Por su parte, la inflación se mantuvo en agosto en niveles cercanos, pero por debajo del 1 % (0,8 %; jul26: 0,5 %).

La zona euro mantiene un dinamismo creciente. El indicador de confianza empresarial PMI de la zona euro mostró en septiembre un repunte (53,1; ago26: 52,0) que lo llevó a un máximo de tres años y con la mejora haciendo extensiva al sector manufacturero y al sector servicios. A pesar de ello, los datos coincidentes de actividad muestran una imagen menos optimista. En negativo, las ventas al detalle decepcionaron a las expectativas del consenso y se moderaron julio (0,6 % interanual; jun26: 1,4 %) y la producción industrial se mantuvo estancada en el mismo mes (0,0 %; jun26: -0,3 %), registrando incluso una contracción sustancial en Alemania. En positivo, el dato final del PIB del segundo trimestre de 2026 se revisó hasta un crecimiento trimestral del 0,6 % (estimación inicial: 0,4 %), lo que lleva la tasa interanual hasta el 1,2 % (1T26: 1,0 %). Con todo ello, Francia destaca en negativo, con un PIB estancado en el segundo trimestre (0,0 %) y caídas en los datos de actividad como la producción industrial, a pesar de una cierta mejora en los indicadores de confianza empresarial. En relación con los precios, la inflación se aceleró en agosto hasta el 3,2 % interanual (jul26: 2,9 %), al tiempo que la tasa subyacente se moderó hasta el 2,4 % (jul26: 2,5 %).

España mantiene un dinamismo superior al de la zona euro, aunque con una inflación mucho más elevada. La oficina de estadística europea ha confirmado que el crecimiento del PIB del 2T26 fue del 0,7 % trimestral, aunque las revisiones de datos anteriores llevaron la tasa interanual hasta el 2,6 %, justo por debajo de la tasa de los tres trimestres anteriores. En septiembre, los indicadores de confianza empresarial se moderaron, hasta situarse por debajo de 50 para el sector manufacturero (49,5; ago26: 50,2), pero reteniendo niveles muy elevados en el sector servicios (57,8; ago26: 58,3). La producción industrial se moderó en julio (2,6 %; jun26: 3,8 %), aunque su dinamismo se mantiene por encima del del conjunto de la zona euro. En relación con el sector inmobiliario, la falta de actividad del sector construcción, mantiene constreñida la oferta lo que contribuye al elevado dinamismo de los precios, que aumentaron un 3,4 % trimestral en el 2T26, dejando la tasa interanual hasta el 12,2 % (1T26: 12,9 %). Este fuerte dinamismo de los precios ha llevado a terreno negativo los datos de compraventa de viviendas (jul26: 5,1 % interanual) y la constitución de hipotecas (jul26: -3,5 %), a pesar del crecimiento del volumen de crédito hipotecario concedido. En relación con los precios, la inflación se aceleró en septiembre hasta el 4,9 % interanual (ago26: 4,3 %; jul26: 3,6 %), un máximo desde febrero de 2023, por el vencimiento de algunas de las ayudas introducidas en las primeras fases del conflicto en Oriente Medio. La tasa subyacente se aceleró hasta el 3,1 % interanual en septiembre (ago26: 2,9 %), siguiendo la línea ascendente de los últimos meses.

Tabla 1. Cuadro macroeconómico

		Datos			Perspectivas 2026 (FMI, abr-26)
		Último dato	Hace 3 meses	Hace 1 año	
Estados Unidos	PIB (% interanual)	2,2	2,6	2,4	2,3
	IPC (% interanual)	3,4	4,2	2,9	3,2
	Tasa de paro (%)	4,1	4,3	4,3	4,4
Zona euro	PIB (% interanual)	1,2	0,6	1,4	1,1
	IPC (% interanual)	3,2	3,2	2,0	2,6
	Tasa de paro (%)	6,4	6,4	6,3	6,2
España	PIB (% interanual)	2,6	2,6	2,6	2,1
	IPC (% interanual)	3,1	2,9	2,4	3,0
	Tasa de paro (%)	9,9	10,8	10,3	9,8

Fuentes: Bloomberg y FMI.

2.2. Entorno financiero

En su informe trimestral, el BIS destaca que el aumento de las rentabilidades de la deuda soberana no ha supuesto un castigo para las condiciones financieras y la inversión en activos de riesgo. Este movimiento al alza estuvo explicado por el aumento de las tensiones geopolíticas y de los precios energéticos, la incertidumbre sobre la función de reacción de la Reserva Federal bajo su nuevo presidente, K. Warsh, y un creciente foco en la fiscalidad de las economías, que ha impulsado los tipos de interés en la parte más larga de las curvas de tipos. Las preocupaciones sobre una posible decepción del retorno de las inversiones en el sector tecnológico han llevado a los inversores a diversificar sus inversiones por sectores y por geografías, con evidencia, por ejemplo, en los mercados de crédito empresarial, de una creciente discriminación en función de la calidad del emisor, que se ha trasladado a los volúmenes de emisiones.

3. Mercados de renta fija, divisas y materias primas

3.1. Bancos centrales

3.1.1. BCE

El BCE, en su reunión del 10 de septiembre, aumentó el tipo de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2,50 %, en una decisión esperada y totalmente descontada por los mercados financieros. En lo que fue interpretado como una muestra de un tono más proclive a nuevos aumentos del tipo oficial en adelante, el comunicado de la reunión incluyó una nueva frase en relación con anteriores advirtiendo que la inflación permanecerá por encima del objetivo del banco central durante un tiempo prolongado. En este mismo tono, la presidenta del BCE, C. Lagarde, calificó la subida del tipo rector como de “obvia” y mostró su sorpresa por la resistencia económica exhibida por la zona euro. En sentido contrario, C. Lagarde, realizó unas declaraciones posteriores en las que destacaba que, dada la falta de evidencia de efectos de segunda ronda, el BCE debía adoptar una respuesta comedida y que las condiciones financieras están limitando el traspaso de los costes energéticos al conjunto de la economía.

El BCE revisó al alza sus perspectivas de actividad e inflación en lo que se interpretó como otra muestra de disposición a aumentar el tipo oficial en adelante. En relación con la inflación, la máxima autoridad monetaria contempla una mayor tasa de inflación para 2027 (2,5 %; ant.: 2,3 %) y para 2028 (2,1 %; ant.: 2,0 %), que también se extienden a las perspectivas para la tasa subyacente, para 2027 (2,6 %; ant.: 2,5 %) y para 2028 (2,3 %; ant.: 2,2 %). En el caso de la actividad, el BCE realiza una revisión al alza para 2026 (0,9 %; ant.: 0,8 %) y para 2027 (1,4 %; ant.: 1,2 %).

El mercado otorga una probabilidad reducida a un aumento del tipo de depósito en la reunión de octubre, aunque la da por descontada antes de que termine el año. De cara a mediados de

2027, el mercado está descontando hasta tres subidas adicionales del tipo de depósito, lo que lo dejaría en el 3,25 %.

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

3.1.2. Fed

La Fed aumentó sus tipos de referencia en 25 puntos básicos, hasta el rango 3,75 %-4,00 %, en su reunión del 16 de septiembre. La votación fue unánime, tras las discrepancias habidas en todas las reuniones desde julio de 2025 (a excepción de la de junio de 2026). En la rueda de prensa posterior, el presidente de la Fed, K. Warsh, exhibió un tono combativo contra la inflación, lo que fue interpretado como una mayor voluntad de acometer nuevos aumentos de los tipos de interés oficiales en caso de que ésta no se modere. En este mismo sentido, Warsh indicó que a pesar de que el aumento de tipos suponía la retirada de cierta acomodación, las condiciones financieras estaban aún lejos de ser restrictivas.

La Fed revisó al alza sus perspectivas de actividad e inflación, en lo que se leyó como otra señal de que disponía de margen para seguir aumentando los tipos de interés oficiales. La máxima autoridad monetaria revisó ligeramente al alza sus previsiones de crecimiento del PIB para 2026 (2,3 %; ant.: 2,2 %) y para 2027 (2,4 %; ant.: 2,3 %) y de inflación, aproximada por el deflactor del consumo personal, para 2026 (3,7 %; ant.: 3,6 %) y para 2028 (2,1 %; ant.: 2,0 %), que también fueron acompañadas de ligeras revisiones en la tasa de inflación subyacente.

El mercado ha elevado la probabilidad de una subida del tipo rector en la reunión de octubre, hasta situarla alrededor del 50 %. En cualquier caso, el mercado ha llegado a descontar hasta cuatro aumentos adicionales de los tipos oficiales de la Fed de cara la parte final de 2027, tres de las cuales podrían tener lugar antes del final del primer trimestre de ese año.

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

3.1.3. Otros bancos centrales

El Banco de Inglaterra (BoE) dejó su tipo de referencia en el 3,75 %, aunque tres de los nueve miembros del comité votaron a favor de un aumento. El BoE también ajustó su programa de reducción de balance, limitando las ventas de deuda de largo plazo, al menos hasta abril de 2027, en un contexto marcado por el fuerte repunte de estas rentabilidades en los últimos meses.

El Banco de Japón aumentó su tipo rector en 25 puntos básicos, hasta el 1,25 %, aunque la decisión contó con dos votos en contra, que se posicionaron a favor de no aumentar el tipo de interés. Los dos votos en contra fueron emitidos por miembros del Comité de Política Monetaria nombrados por la actual primera ministra, S. Takaichi, que se ha posicionado en contra de nuevos aumentos de los tipos de interés.

Tabla 2. Próximos eventos macrofinancieros

Fecha	Reunión/Evento	Comentario
29 de octubre	Reunión del BCE	El mercado asigna una probabilidad reducida a una subida del tipo de depósito.
28 de octubre	Reunión de la Fed	El mercado asigna una probabilidad elevada a una subida del tipo rector.

3.2. Renta fija

Las rentabilidades de la deuda soberana han aumentado con fuerza durante el mes de septiembre. El movimiento ha sido más acusado en los tramos cortos afectados por el repunte de los precios de la energía, unas tasas de inflación elevadas y las sorpresas macroeconómicas que han afectado las expectativas sobre la política monetaria. Los aumentos de tipos por parte de los principales bancos centrales (BCE, Fed y Banco de Japón), junto con un discurso que muestra preocupación por la inflación y confianza en la situación económica, ha llevado a los mercados financieros a cotizar una senda más agresiva (más rápida y hasta niveles algo superiores) de los tipos de interés oficiales, tanto en Estados Unidos como en la zona euro. Los tramos más largos de la curva se han visto menos afectados por esta recalibración de expectativas de inflación y de tipos, pero sí sujetos a atención por la situación fiscal de los países y a la creciente competencia con las emisiones privadas, especialmente por parte de empresas asociadas al sector tecnológico y la IA. Con ello, el tipo de interés a 10 años en Estados Unidos ha superado el 5,30 %, un máximo desde 2007, mientras que la referencia a 30 años se ha situado por encima del 5,60 %, su mayor nivel desde 2004. Por su parte, la referencia alemana a 10 años ha llegado a cotizar por encima del 3,60 %

En Estados Unidos, el Tesoro ha aumentado su volumen de intervención en el mercado de deuda soberana. El secretario del Tesoro, S. Bessent, anunció aumentos de los volúmenes de las operaciones de recompra de deuda pública a largo plazo hasta los 6 mil millones de dólares en cada operación. Estas operaciones del Tesoro estaban inicialmente diseñadas para dar liquidez a estos activos. Las primeras operaciones realizadas tras los anuncios tuvieron una efectividad limitada en la reducción de la rentabilidad de la deuda soberana y, tras el anuncio del aumento de volumen, una de las operaciones tuvo una demanda limitada, con peticiones de venta por debajo de la oferta de compra por parte del Tesoro.

La prima de riesgo soberano de Francia ha repuntado de forma sustancial, en un entorno de creciente incertidumbre política antes las elecciones de abril de 2027, el deterioro de la situación fiscal y un desarrollo económico peor que el del conjunto de la zona euro. Con ello, la rentabilidad del bono francés a 10 años ha superado los 120 puntos básicos, un máximo desde 2012. Ello contrasta con los niveles por debajo de los 90 puntos básicos desde 2024 (cuando se inicia el periodo de creciente inestabilidad del ejecutivo con cambios de primer ministro) y de alrededor de 50 puntos básicos, desde 2015. Las primas de riesgo soberano de España e Italia han repuntado, aunque en menor medida que la de Francia, manteniéndose por debajo de 55 puntos básicos en el caso de España y de 105 puntos básicos en Italia.

Los *spreads* de crédito corporativo en euros se han ampliado de forma notable y se encuentran en un máximo desde abril tanto para la deuda corporativa de alta calidad crediticia (*high yield*), como para la deuda corporativa de menor calidad crediticia (*investment grade*). El entorno de tipos de interés más elevados, de incertidumbre política y de mayores precios de la energía supone un entorno complejo para las empresas, que también se enfrentan a una mayor discriminación del riesgo por parte de los inversores.

► **Focus:** [¿Qué nos dice el repunte de las curvas de deuda soberana?](#)

3.3. Divisas y materias primas

El dólar se ha apreciado en sus principales cruces especialmente a partir de la reunión de la Fed, que dio un poco más de información sobre su forma de actuar y de su compromiso en la lucha contra la inflación. Ello se tradujo en un aumento de los tipos de referencia y en una valoración que, si la inflación no se reduce en breve, la Fed deberá seguir actuando. Frente al yen y tras un movimiento de depreciación en las primeras semanas del mes que lo llevo a mínimos desde febrero de 2026, el dólar ha retomado una senda de apreciación. Esta senda está impulsada por el hecho de que el Banco de Japón, a pesar de aumentar su tipo rector en 25 puntos básicos como hizo la Fed, no contó con unanimidad y no mandó un mensaje tan contundente sobre posibles futuras subidas del tipo rector.

El precio del petróleo ha seguido repuntando en septiembre. El aumento de las tensiones en Oriente Medio hizo que precio abandonara los niveles de 90 dólares por barril alcanzados a finales de agosto en un contexto de hostilidades, pero de cierta porosidad en los bloqueos establecidos por Estados Unidos e Irán sobre el estrecho de Ormuz. Este tensionamiento se concretó en precios de hasta 110 dólares por barril a partir de: (i) el aumento de ataques a buques que cruzaban el estrecho de Ormuz, tanto por parte de Irán como de Estados Unidos; (ii) la toma de posiciones estratégicas por parte de los hutíes, que les permite ejercer un mayor control en el tráfico marítimo en las rutas de Mar Rojo; y (iii) el ataque al oleoducto Este-Oeste de Arabia Saudita, que estaba transportando hasta 5 millones de barriles por día (equivalentes a un 5 % de la producción global) para su carga en el puerto de Yanbu en el Mar Rojo y actuaba como uno de los factores de compensación de la caída de oferta procedente del golfo Pérsico por el estrecho de Ormuz al permitir la exportación de buena parte del crudo saudí. En la parte final del mes, el precio se relajó hasta niveles alrededor de los 100 dólares por barril, a partir de las noticias que apuntaban a una posible aproximación entre Estados Unidos e Irán y de cierta recuperación del tráfico de buques en el estrecho de Ormuz y de la liberación de reservas estratégicas por parte de Estados Unidos.

Los precios de los metales precios han retrocedido en las últimas semanas, lastrados por el tono más agresivo en la lucha contra la inflación exhibido por los principales bancos centrales, como la Fed y el BCE. Con ello, el precio del oro y la plata han retrocedido entre un 7 % y un 10 % desde finales de agosto. Por otra parte, **los metales industriales han cerrado el mes en niveles similares a los del mes anterior**, que, en casos como el cobre, el estaño y el zinc, implica que se mantienen muy cerca de sus máximos históricos.

Los precios agrícolas han detenido su aumento de los últimos meses y se mantienen cerca de los niveles alcanzados en semanas anteriores, aunque aún alejados de los máximos alcanzados entre 2021 y 2023 ante la escalada del conflicto entre Ucrania y Rusia. Con todo, el índice de precios de los alimentos publicado por la FAO registra un aumento interanual del 13,3 % interanual en agosto en un entorno en que se mantienen dudas sobre la producción en algunas regiones clave (Estados Unidos y Unión Europea, entre otros) afectadas por olas de calor y sequías y sobre los puertos del Mar Negro, claves para las exportaciones por parte de Rusia y Ucrania. Ello se suma a un aumento de la demanda de etanol en un contexto de aumento del precio del petróleo. Según la Organización Meteorológica Mundial, el Niño se está intensificando y se dan las condiciones para que pueda persistir al menos hasta febrero de 2027, con su pico de intensidad alcanzándose a finales de 2026.

► **Focus:** [¿Cómo nos afectan los eventos climáticos extremos?](#)

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

	Último dato	Hace 1 mes		Desde el 1 de enero		Hace 1 año	
		Nivel	Cambio	Nivel	Cambio	Nivel	Cambio
BCE - Tipo de refinanciación (%)	2,65	2,40	25,0	2,15	50,0	2,15	50,0
BCE - Tipo de depósito (%)	2,50	2,25	25,0	2,00	50,0	2,00	50,0
Euribor 3 meses (%)	2,62	2,61	0,9	2,03	59,1	2,03	58,5
Euribor 12 meses (%)	3,33	3,03	30,0	2,24	108,6	2,19	113,6
Alemania: Bono 2 años (%)	3,07	2,96	10,2	2,12	94,3	2,01	105,2
Alemania: Bono 10 años (%)	3,51	3,34	16,4	2,86	65,3	2,71	79,5
España: Bono 2 años (%)	3,27	2,99	28,2	2,27	100,2	2,10	117,5
España: Bono 10 años (%)	4,14	3,80	34,0	3,29	84,7	3,25	88,2
España: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	62,7	45,1	17,6	43,3	19,4	54,0	8,7
Francia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	141,1	86,30	54,8	3,6	137,5	3,5	137,6
Italia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	118,6	82,80	35,8	3,6	115,0	3,5	115,1
Fed - Banda baja del tipo rector (%)	3,75	3,50	25,0	3,50	25,0	4,00	-25,0
Fed - Banda alta del tipo rector (%)	4,00	3,75	25,0	3,75	25,0	4,25	-25,0
Estados Unidos: Bono 2 años (%)	4,79	4,40	39,2	3,47	131,8	3,54	125,3
Estados Unidos: Bono 10 años (%)	5,24	4,80	44,3	4,17	107,4	4,08	115,8
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>Investment grade</i>	65,7	51,9	13,9	50,7	15,1	54,9	10,9
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>High yield</i>	314,4	251,2	63,2	244,2	70,2	257,9	56,5
Dólares por euro	1,122	1,159	-3,17%	1,174	-4,41%	1,172	-4,23%
Libras esterlinas por euro	0,851	0,857	-0,74%	0,872	-2,47%	0,872	-2,39%
Yenes por euro	177,1	185,6	-4,58%	184,1	-3,80%	172,4	2,70%
Dólar (tipo de cambio efectivo)	102,1	99,7	2,43%	98,3	3,84%	97,8	4,35%
Brent (dólares por barril)	102,3	94,7	8,09%	60,9	68,13%	64,1	59,59%
Oro (dólares por onza)	4.162,5	4351,4	-4,34%	4322,1	-3,69%	3845,0	8,26%

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

Fuente: Bloomberg.

3.4. Mercados de renta variable

Septiembre ha dejado un balance positivo, aunque más exigente, para la renta variable y los activos de riesgo. Las bolsas han mantenido el tono alcista, pero con una mayor dispersión regional y sectorial y con los inversores más selectivos ante el fuerte repunte de las rentabilidades de la deuda. Pese a este viento en contra, el buen comportamiento de los beneficios empresariales y la fortaleza de la temática de inteligencia artificial han seguido sosteniendo el apetito por riesgo. En Estados Unidos, la tecnología ha conservado el liderazgo, aunque durante el trimestre se ha producido cierta rotación desde semiconductores hacia software, mientras que los sectores más sensibles a los tipos han quedado rezagados. En Europa, el comportamiento ha sido más irregular y recientemente se ha observado una rotación hacia sectores defensivos. El principal foco de incertidumbre ha procedido del conflicto en Oriente Medio y del encarecimiento del petróleo, que ha añadido presión sobre los tipos de interés. Aun así, la volatilidad de la renta variable se ha mantenido relativamente contenida y los activos de riesgo han mostrado una notable capacidad de resistencia.

De cara al inicio de la temporada de resultados del 3T26, el punto de partida sigue siendo favorable, especialmente en Estados Unidos. Las expectativas de beneficios continúan ofreciendo un soporte importante a las bolsas, en un entorno de crecimiento económico resiliente y fuerte inversión empresarial, especialmente vinculada a IA, centros de datos e infraestructuras. La atención estará, no obstante, en la calidad del crecimiento y los márgenes: el fuerte aumento del capex tecnológico empieza a requerir mayor financiación externa, elevando la importancia de la generación de caja y la fortaleza de los balances. En Europa, unas perspectivas macroeconómicas más moderadas y los elevados costes energéticos pueden traducirse en una temporada más desigual entre sectores y compañías. Con todo ello, según Bloomberg, el crecimiento esperado para las ventas empresariales en el 3T26 para el S&P500 sería de un +10,6 % interanual y de un +26,8 % en el caso de los beneficios, mientras que en el caso del Stoxx 600 europeo, el consenso espera un +11,0 % en ventas y un +16,8 % en beneficios.

En cuanto al posicionamiento de los inversores, el posicionamiento actual del mercado deja abierta la puerta a un movimiento fuerte al alza. Los inversores institucionales y las estrategias sistemáticas han reducido de forma importante su exposición a bolsa, mientras que los *hedge funds* han aumentado recientemente sus posiciones bajistas sobre el Nasdaq al mayor ritmo semanal en más de una década. Además, los inversores están comprando con fuerza opciones a

corto plazo, que se benefician de las subidas, probablemente como protección ante el riesgo de haberse quedado demasiado fuera del mercado. Esta menor exposición a bolsa reduce, en principio, el riesgo de ventas forzadas si el mercado cae. Sin embargo, la combinación de muchas posiciones bajistas y una elevada exposición a opciones que se benefician de las subidas podría tener el efecto contrario: acelerar y amplificar una subida de la bolsa si las rentabilidades de los bonos (y, por tanto, los tipos de interés de mercado) bajan.

Tabla 4. Evolución de los mercados de renta variable

	Último dato	Hace 1 mes		Desde el 1 de enero		Hace 1 año	
		Nivel	Cambio	Nivel	Cambio	Nivel	Cambio
Euro Stoxx 50 (Europa)	6.175,5	6.369,0	-3,04%	5.791,4	6,63%	5.645,8	9,38%
IBEX 35 (España)	19.005,3	19.824,0	-4,13%	17.307,8	9,81%	15.496,2	22,64%
DAX (Alemania)	24.939,4	25.970,1	-3,97%	24.490,4	1,83%	24.422,6	2,12%
CAC (Francia)	7.835,3	8.301,9	-5,62%	8.149,5	-3,86%	8.056,6	-2,75%
FTSE MIB (Italia)	50.237,9	51.915,2	-3,23%	44.944,5	11,78%	43.078,1	16,62%
Dow Jones Industrial (Estados Unidos)	50.926,6	52.766,9	-3,49%	48.063,3	5,96%	46.519,7	9,47%
S&P 500 (Estados Unidos)	7.666,5	7.631,5	0,46%	6.845,5	11,99%	6.715,4	14,16%
NASDAQ (Estados Unidos)	30.501,6	29.077,2	4,90%	25.249,9	20,80%	24.892,8	22,53%
Russell 2000 (Estados Unidos)	2.806,6	2.920,1	-3,89%	2.481,9	13,08%	2.458,5	14,16%
Nikkei 225 (Japón)	68.956,7	66.215,3	4,14%	50.339,5	36,98%	44.936,7	53,45%
Hang Seng (Hong Kong)	3.630,1	3.735,7	-2,83%	3.907,6	-7,10%	4.222,3	-14,03%

Fuente: Bloomberg.

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

IBEX 35 (España)		EUROSTOXX 50 (Europa)		DOW JONES (Estados Unidos)	
Energy	3,1%	Information Technology	5,3%	Information Technology	7,4%
Utilities	-0,5%	Utilities	-4,3%	Communication Services	4,9%
Information Technology	-5,5%	Energy	-4,7%	Industrials	-1,4%
Health Care	-6,4%	Industrials	-5,2%	NullGroup	-2,1%
Materials	-7,1%	Materials	-7,8%	Energy	-2,1%
Consumer Staples	-7,6%	Consumer Staples	-8,0%	Health Care	-2,2%
Financials	-8,5%	Financials	-8,5%	Consumer Discretionary	-3,8%
Industrials	-9,4%	Health Care	-9,3%	Materials	-5,6%
Consumer Discretionary	-10,3%	Communication Services	-11,0%	Utilities	-6,1%
Real Estate	-13,2%	Consumer Discretionary	-14,9%	Financials	-6,2%
Communication Services	-14,3%				

Fuente: Bloomberg.

INFORMACIÓN LEGAL

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

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

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

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

Información sobre conflictos de interés

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

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

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

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

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

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