



NEWSLETTER

SEPTIEMBRE

2025



Reducción de tipos: 4-4,25%

La Reserva Federal ha comenzado a recortar los tipos de interés, reduciéndolos en un cuarto de punto (25 puntos básicos, 0,25 %), y se estiman dos recortes más para finales de año. Uno de los principales focos de la reunión —y motivo fundamental del recorte— fue la aparente debilidad que empieza a percibirse en el mercado laboral estadounidense.

Este recorte ha llegado en medio de días tensos en la relación entre la Fed y la Casa Blanca, ya que el presidente Donald Trump —quien desde hace tiempo presiona por recortes de tipos— ha intentado ejercer mayor control sobre la política monetaria, procurando emplear herramientas legales para destituir a un funcionario de la Fed y colocar a su propio asesor económico principal antes de la reunión celebrada en septiembre.

En su discurso, Powell expresó que la principal preocupación que impidió un recorte mayor o anticipado fue la inflación. Desde la imposición de aranceles por parte de la Casa Blanca, una ola de presiones inflacionistas afecta a Estados Unidos y dificulta que la Fed pueda actuar con plena libertad para controlarla. La inflación también ha mostrado una reaceleración en los últimos meses, a medida que más empresas trasladan el impacto de los aranceles a los consumidores. El indicador de precios preferido por la Reserva Federal aumentó un 2,6 % interanual en julio, y los analistas anticipan que la lectura correspondiente a agosto reflejará una tendencia similar.

Esta situación deja claro que cada reunión de la Fed debe evaluarse de manera individual, pues en absoluto apunta a una campaña agresiva de flexibilización monetaria como la que veríamos a las puertas de una recesión. Ahora toca observar mes a mes cómo evoluciona la economía en función de las distintas decisiones que se tomen.

El recorte ya era ampliamente anticipado, en un contexto en el que las preocupaciones del banco central parecen desplazarse de la inflación al empleo, tras la marcada desaceleración en la creación de puestos de trabajo en los últimos meses.

En esta reunión, las autoridades también revisaron sus proyecciones económicas y ahora contemplan dos reducciones adicionales de un cuarto de punto durante este año, una más de las previstas en junio. Además, proyectan un recorte similar en 2026 y otro en 2027.

Conclusiones

Si bien era esperado por el mercado un recorte de tipos en esta reunión de la Reserva Federal —dada la situación actual en Europa y el riesgo implícito asociado al nuevo mandato— surgen serias preguntas sobre el camino a seguir.

Entre los objetivos de la Fed, hay dos que pesan por encima de los demás: **promover la estabilidad de precios y maximizar el nivel de empleo para sostener una economía sólida.**

Las herramientas utilizadas para ambos objetivos son contradictorias, por lo que la Fed se encuentra en una encrucijada a la hora de elegir qué camino tomar: las políticas que contienen la inflación (tipos más altos) y las que favorecen el empleo (tipos más bajos) se oponen. O bien endurece la política monetaria para controlar los precios —con el riesgo de debilitar al tejido empresarial y aumentar el desempleo—; o bien la afloja para abaratar el crédito y estimular la contratación —con el riesgo de reactivar la inflación.

Solo queda esperar y ver qué camino se le permite seguir a la Fed, confiando en que el efecto de los aranceles esté más descontado en los precios de lo que actualmente se espera, lo que dejaría más margen a la Fed para estimular el empleo con menor preocupación por la inflación. En caso contrario, podríamos volver a ver cómo la Fed responde “tarde” (aunque no por su culpa) y el mercado laboral se desmoronaría, dejando paso a la tan conocida recesión económica.

Mercado Laboral: Estados Unidos

Durante agosto y septiembre hemos visto cómo el mercado laboral en Estados Unidos empezaba a mostrar signos de debilidad estructural. A continuación, analizamos los principales indicadores que nos han dado pistas sobre el posible deterioro que estamos observando.

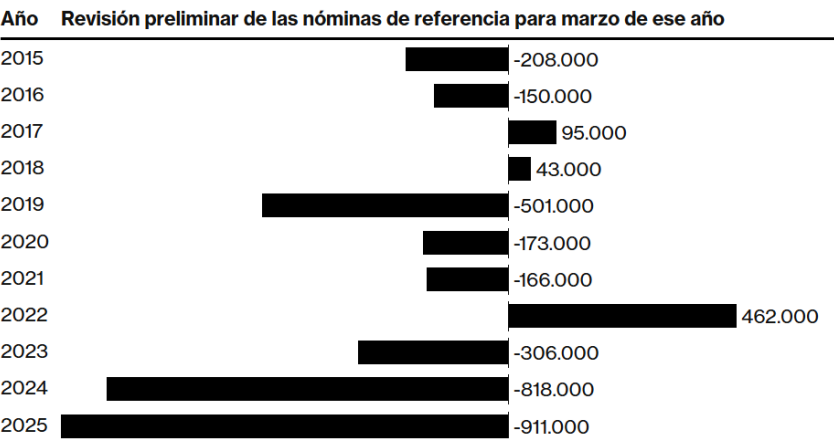
Descenso del número de trabajadores

Es probable que el total de trabajadores sea revisado a la baja en 911.000 personas (0,6 %), según la revisión preliminar de la referencia oficial. Antes de esa revisión, los datos de nóminas del gobierno indicaban que los empleadores habían creado casi 1,8 millones de empleos en el año hasta marzo, lo que equivalía a un promedio mensual de 149.000 empleos. La revisión mostró que, en realidad, el crecimiento promedio mensual del empleo fue aproximadamente la mitad. Además, las nóminas se redujeron en casi todos los sectores y en la mayoría de los estados.

Estos ajustes a los datos mensuales provocaron malestar en la Casa Blanca y llevaron al presidente Trump a ordenar la destitución del director de la Oficina de Estadísticas Laborales.

Revisiones masivas de los índices de referencia de las nóminas en EE. UU. en los últimos años

El último ajuste de la BLS redujo el recuento de nóminas de marzo de 2025 en 911.000



Fuente: Datos de la Oficina de Estadísticas Laborales compilados por Bloomberg

Débil aumento del empleo

El crecimiento del empleo en Estados Unidos se enfrió de forma notable, y la tasa de desempleo alcanzó su nivel más alto desde 2021; ambos factores no hacen sino alimentar los temores de que el mercado laboral pueda estar al borde de un deterioro significativo.

El crecimiento del empleo se ha moderado considerablemente en los últimos meses. Las vacantes han disminuido y los aumentos salariales se han moderado, lo que lastra la actividad económica en general.

Con las revisiones incluidas, el crecimiento del empleo ha promediado apenas 29.000 puestos mensuales en los últimos tres meses. Además, las nóminas se han mantenido por debajo de 100.000 durante cuatro meses consecutivos, lo que marca el periodo de expansión laboral más débil desde la pandemia.

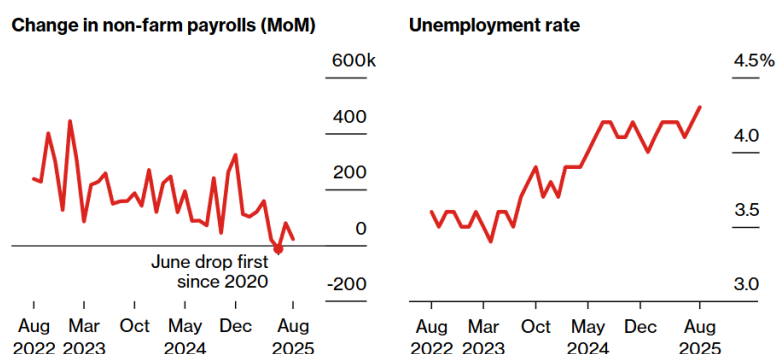
Los economistas describen en gran medida el mercado laboral como un entorno de bajas contrataciones con un ligero aumento de los despidos.

Solicitudes de subsidio por desempleo

Las solicitudes de subsidio por desempleo se han disparado y alcanzaron su nivel más alto en cuatro años, lo que indica que los despidos podrían estar aumentando al tiempo que la contratación se contrae. Las solicitudes pasaron de 27.000 a 263.000 en la semana del 6 de septiembre; sin embargo, este incremento se concentró principalmente en Texas, mientras que en el resto de los estados las solicitudes disminuyeron. Por el momento, aunque estos datos generan preocupación, no son del todo alarmantes: un aumento generalizado en todos los estados sí sería un indicador crucial.

Un verano lento para el mercado laboral estadounidense

Las nóminas de agosto aumentaron menos de lo previsto y el desempleo se acerca al máximo en cuatro años



Banco Central Europeo: Tipos de Interés

El Banco Central Europeo (BCE) dejó claro en su última reunión que considera que los costes de financiación deben permanecer estables, ya que la inflación está contenida.

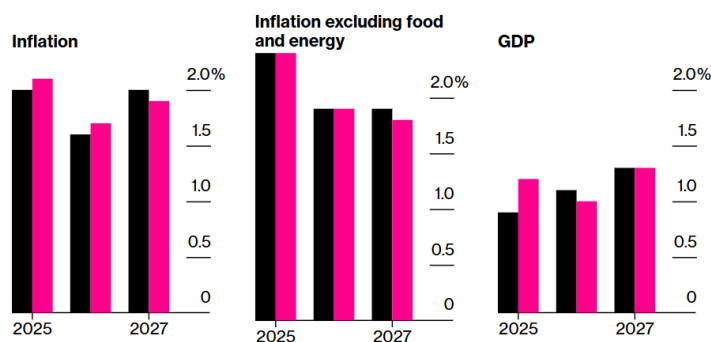
Los tipos de interés se mantuvieron en el 2% el jueves, tal y como pronosticó la mayoría de los analistas. Sin embargo, los responsables de la política monetaria no ofrecieron pistas sobre medidas futuras; por tanto, al igual que la Fed, irán actuando en cada reunión en función de los datos que se vayan publicando.

Los inversores han reducido las apuestas de que habrá más recortes de tipos, y los precios de mercado descuentan que no habrá más rebajas en este ciclo. Esto impulsó al alza los rendimientos del bono alemán a 10 años, que subieron tres puntos básicos hasta el 2,69 %.

El principal argumento para mantener los tipos en esta reunión fue que se consideran adecuados para afrontar las consecuencias de los aranceles impuestos por la administración de Donald Trump, las tensiones geopolíticas y la más reciente turbulencia política en Francia, que ha sacudido a los mercados.

Nuevas previsiones de inflación y crecimiento del BCE

■ June forecast ■ September forecast



Fuente: BCE

Nota: Las previsiones para 2027 son las primeras predicciones del BCE.

Conclusiones

Creemos que el nivel actual de los tipos de interés en Europa se sitúa en un punto sólido para la mayoría de los escenarios, tanto a corto como a largo plazo.

Si bien parece que las tensiones comerciales se han atenuado, todos sabemos que puede bastar un gesto desde la Casa Blanca para ordenar nuevas medidas proteccionistas en forma de aranceles y volver a sacudir el comercio internacional.

Además, tememos que los efectos de esos aranceles aún no se hayan reflejado por completo en la economía real —con un impacto mayor en Estados Unidos—; pero que las diferentes presiones inflacionistas en Europa estén ya más o menos controladas puede otorgar al continente un margen de maniobra sustancial si, a corto plazo, fuera necesario un empuje de política monetaria para subsanar cualquier inconveniente.

Por otro lado, Europa se encuentra (como venimos diciendo desde hace tiempo) en un periodo de transición y debe decidir qué papel quiere desempeñar en el nuevo orden mundial que emerge, tanto en lo político como en lo comercial y lo social. La crisis de deuda es un factor a tener en cuenta en todas las economías de la zona euro, y un uso adecuado de los tipos de interés actuales puede ayudar a desencallar los engranajes aletargados del sistema económico europeo.

Tipos de Interés: China

La fuerte recuperación en el precio de las acciones en China ha convertido en realidad el temor a un nuevo retraso del estímulo monetario, dejando al Banco Popular de China en segundo plano mientras Pekín intenta mantener el crecimiento económico.

Aún no está claro cuál será la ruta que tomarán las tasas de interés; algunos economistas pronostican un pequeño recorte antes de que finalice el año.

Por otro lado, gestoras como Citigroup y Nomura advierten que el Banco Popular de China podría esperar antes de adoptar medidas para inyectar más liquidez al mercado, como reducir los costes de endeudamiento o rebajar el coeficiente de reservas obligatorias.

El Banco Popular de China lleva tiempo “surfeando” entre prioridades contrapuestas para apoyar a una economía afectada por la guerra comercial con Estados Unidos. Conscientes de riesgos como la presión bajista sobre el yuan destinada a favorecer las exportaciones y los márgenes reducidos de los prestamistas, el banco central aplicó hasta ahora un único recorte de tipos de 10 puntos básicos en mayo, junto con una reducción de 0,5 puntos porcentuales en el coeficiente de reservas obligatorias.

La realidad difiere algo de las expectativas de algunos analistas, que, tras prever una desaceleración del crecimiento en los próximos meses, habían pronosticado recortes de 10 puntos básicos en la tasa de política y una reducción de 50 puntos básicos en el coeficiente de reservas obligatorias (RRR) para el cuarto trimestre.

Conclusiones

No queremos alarmar a nuestros clientes con este resumen; sin duda, las condiciones financieras en China no son restrictivas: siguen siendo laxas en comparación con el promedio histórico (incluyendo el coste y la disponibilidad del crédito).

El objetivo de Pekín sigue siendo claro: elevar el papel de las acciones y de la vivienda para aumentar la confianza en sus mercados, fomentando el mercado de valores como una fuente fiable de ganancias para los hogares y de financiación para los proyectos tecnológicos del gigante asiático.

Aunque las acciones siguen representando solo una fracción de la riqueza de los hogares, una serie de ganancias sostenidas podría atraer a más participantes al mercado, ayudando a consolidar la confianza pública y creando una nueva fuente de ingresos en un momento en que las perspectivas de empleo son sombrías.

La Burbuja Actual

Un nivel importante en el consumo basado en IA se ha quebrado este mes de septiembre: la contribución del gasto en inteligencia artificial en relación al PIB ha superado a la del gasto de consumo como porcentaje del mismo. De este modo, **el gasto en IA por parte de las grandes tecnológicas representa ahora oficialmente una mayor aportación al PIB que el consumo de los hogares en 2025.**

Este fenómeno indica que el entusiasmo en torno a la IA está empezando a trasladarse no solo al mercado de valores, sino también a la propia economía real, lo que refuerza los argumentos de quienes sostienen que se ha formado —o se está formando— una burbuja de IA.

Desde R&S creemos que, efectivamente, estamos viviendo una burbuja en el sector de la inteligencia artificial; por ello, resulta más importante que nunca determinar con precisión en qué etapa de la burbuja nos encontramos.

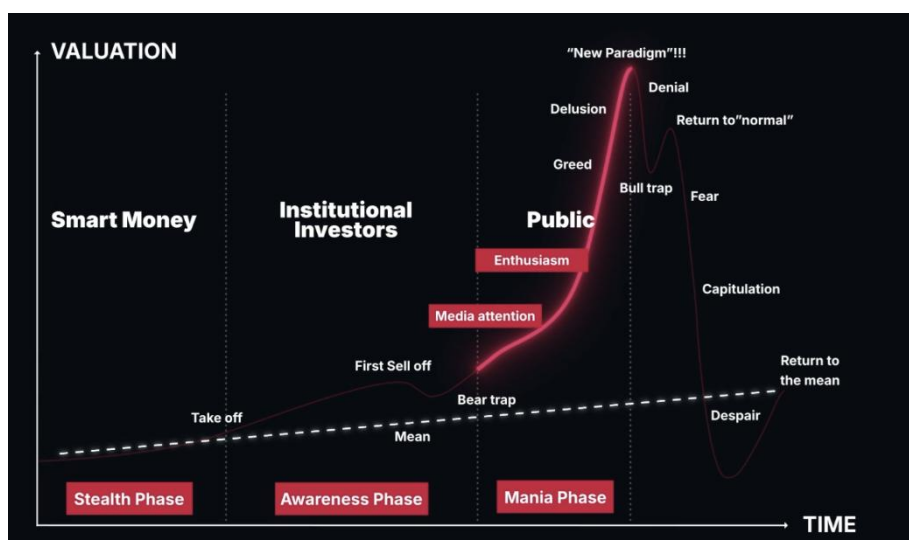
En primer lugar, debemos analizar cuáles son las expectativas futuras en términos de beneficios que el mercado descuenta. Tomaremos como referencia el mercado estadounidense, ya que concentra el mayor número de empresas con una parte significativa de su negocio en IA.

Las previsiones de beneficios de los analistas de Wall Street para las tecnológicas estadounidenses se han disparado en los últimos meses. Este entusiasmo institucional ha impulsado a ciertas acciones expuestas a la IA a alcanzar valoraciones extraordinarias. Actualmente, Nvidia tiene una relación precio-beneficio (P/E) de 56, Tesla de 190 y Palantir de 519. Esto implica que los accionistas de Palantir tendrían que esperar 519 años para recuperar su inversión si la empresa dejara de crecer hoy.

A modo de comparación, el S&P 500 presenta una relación precio-beneficio (P/E) de 29, mientras que el índice de small caps en Estados Unidos se sitúa aproximadamente en 17.

Este comportamiento de los precios en el mercado recuerda a lo ocurrido con las acciones tecnológicas durante la burbuja de finales de los años noventa, cuando muchas empresas mostraban un crecimiento desorbitado que llevó a los inversores a extrapolar que dicho ritmo se mantendría indefinidamente. Finalmente, esto desencadenó uno de los peores mercados bajistas de los últimos 70 años, que destruyó el 50 % del valor del mercado bursátil y provocó una crisis económica a comienzos de los 2000.

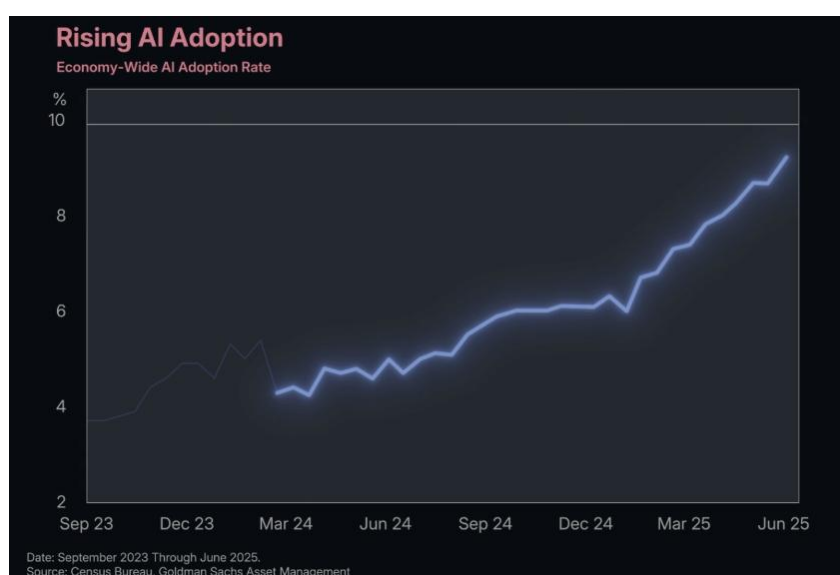
En términos generales, cualquier mercado alcista atraviesa tres fases: **la fase inicial**, en la que se suman los primeros inversores; **la fase de concienciación**, en la que el capital institucional toma protagonismo; y **la fase de manía**, caracterizada por un entusiasmo extremo y una atención mediática significativa.



Actualmente creemos que nos encontramos en la fase de manía. Por lo general, este suele ser el momento en el que los retornos son más elevados y en el que fluye una mayor cantidad de dinero hacia el mercado. Para entender con precisión dónde estamos, es fundamental comprender qué impulsa los precios al alza en esta etapa de “manía”:

- 1) **El impulso de la narrativa:** la IA no es solo una apuesta especulativa a largo plazo, sino que ya está experimentando una adopción real en el presente.

2) **Tasa de adopción actual:** la tasa de adopción de la IA se sitúa en el 9,2 %, según datos de la Oficina del Censo que miden la rapidez con la que las empresas están implementando la IA en toda la economía. Este ritmo de adopción parece estar acelerándose y, mientras la incorporación de la IA en la economía real continúe en línea con las expectativas, es probable que la burbuja persista. Sin embargo, si en algún momento la adopción muestra signos de desaceleración, los inversores reajustarán rápidamente sus proyecciones, lo que podría conducir a una revisión significativa de los precios.



3) **La abundancia de liquidez:** la liquidez es la cantidad de dinero disponible en el sistema financiero que puede dirigirse a distintos activos, determinada principalmente por la política de los bancos centrales. Cuando los bancos centrales aumentan las tasas de interés, los préstamos se encarecen y la liquidez disminuye; cuando las reducen, ocurre lo contrario. La tendencia global de los bancos centrales en 2025 ha sido mayoritariamente de recortes: hemos visto más de 60 reducciones de tasas repartidas en diferentes bancos centrales, la cifra más alta de la historia para los primeros seis meses de un año (solo superada en 2020 para combatir la pandemia).

Esto nos permite concluir que los recortes de tipos de interés seguirán aumentando y, por lo tanto, la abundancia de liquidez no hará más que incrementarse.

Conclusion

Desde R&S creemos que, ante todo, siempre es fundamental saber en qué momento se encuentra uno dentro de cada etapa de la inversión. Por muy abismales que hayan sido los retornos de la IA, observamos que actualmente se sostienen principalmente en dos factores claros: “**momentum**” y **liquidez**. Si bien ambos son capaces de generar retornos extraordinarios en las carteras de los inversores, también son dos factores que pueden desvanecerse con mucha rapidez y erosionar por completo dichas carteras.

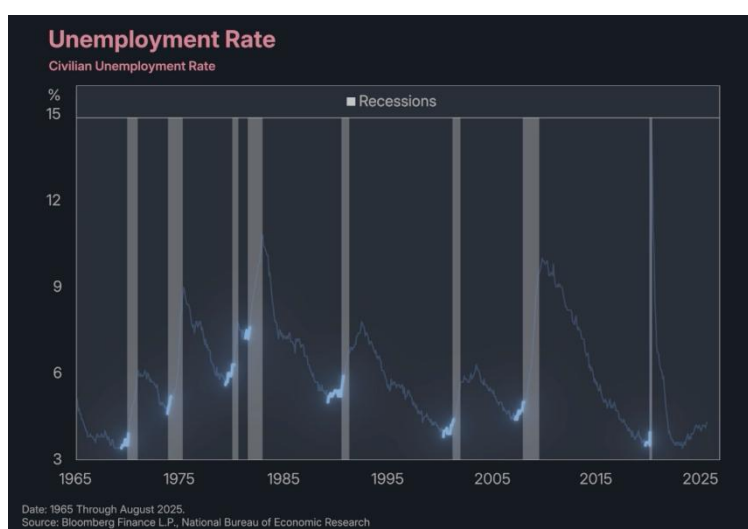
Si bien, como decimos, existe un riesgo significativo al estar expuestos a posiciones en inteligencia artificial, también creemos que, aunque guarde similitudes con la burbuja “.com”, los resultados y la aplicabilidad de la IA se perciben mucho más cercanos que lo que representaba internet en los años 2000, cuando todo estaba aún por descubrir y se descontaban en los precios aplicaciones que tardaron más de dos décadas en materializarse.

La IA, por su parte, no representa únicamente un posible escenario de sustitución del ser humano en las tareas más comunes, sino que engloba un ecosistema de información, energía, comunicación y aprendizaje que, desde nuestro punto de vista, la hace mucho más madura en su etapa inicial de lo que lo era internet en aquel entonces.

Quedará por ver si las condiciones económicas actuales, marcadas por un inminente problema de deuda, permitirán espacio para el desarrollo de las nuevas tecnologías del futuro o, por el contrario, ralentizarán todo el proceso.

Como la economía estadounidense sigue esquivando una recesión

Si nos remontamos a 2007, la tasa de desempleo en Estados Unidos aumentó un 0,5 % justo un año antes de que comenzara la crisis financiera. Un repunte similar en la tasa de desempleo también se produjo justo antes de la recesión de 2001. Incluso si vamos más atrás, a la década de 1960, vemos que este mismo patrón se repitió siempre antes o durante una recesión económica. Actualmente, durante el último año y medio, hemos observado un incremento del 0,5 % en la tasa de desempleo respecto a la dinámica que arrastrábamos desde 2023.



Como es natural, los medios de comunicación amplifican cualquier indicio para generar noticia y controversia, y estamos seguros de que muchos, a raíz de ello, temerán una recesión inminente. No obstante, pese a las preocupaciones del público, el mercado estadounidense sigue avanzando hacia nuevos máximos históricos, incluso en paralelo con el aumento del desempleo. Esta situación también se vivió en 2008, cuando el mercado de valores mantenía una tendencia alcista al mismo tiempo que el desempleo seguía aumentando.

Hoy en día contamos con varios indicadores que, aunque sutiles, reflejan una debilidad subyacente en la economía estadounidense:

- Los tipos de interés en Estados Unidos se han mantenido en los niveles más altos desde 2008.

✚ El **índice de indicadores económicos adelantados** viene cayendo con fuerza desde hace tres años, coincidiendo con el inicio de las subidas de tasas por parte de la Fed en 2022.

✚ El crecimiento del empleo se ha estancado, mostrando señales de desaceleración similares a las observadas en recesiones anteriores.

Si volvemos nuestra atención a un gráfico cualquiera del S&P 500, podemos ver que varios picos del mercado se produjeron justo antes o al comienzo de las recesiones, y cada uno de esos picos tiene algo en común: un catalizador (algo que hizo pasar al mercado de alcista a bajista).

En algunos casos, ese catalizador fue un colapso inmobiliario (2008), una pandemia (2020) o el estallido de una burbuja tecnológica; pero lo más habitual siempre ha sido un shock de petróleo, como en los años 1970 o 1990. Desde R&S creemos que, en este caso, el catalizador podría adoptar la forma de aranceles.

Para determinar si los aranceles tendrían la fuerza suficiente para actuar como catalizador de una recesión, deben compararse con el máximo exponente recesionario: el factor que ha desencadenado las mayores crisis en la historia.

En primer lugar, si observamos los precios del petróleo previos a una recesión —con la excepción del periodo del COVID— vemos que tienden a subir. En promedio, el precio del petróleo aumenta aproximadamente un 150 % en el periodo previo a una recesión.

La principal correlación entre el precio del petróleo y las recesiones se debe a que la energía es fundamental para la actividad económica. El encarecimiento del petróleo eleva los costes de transporte, de fabricación y de las cadenas de suministro.

A simple vista, comparando el crecimiento pre-recesión del petróleo (+150 %) con el aumento promedio de aranceles del +18 % asociado a la administración Trump, podría parecer que los aranceles son mucho menos violentos que un shock petrolero clásico, pero para llegar a una conclusión, debemos evaluar qué efecto tiene cada uno de ellos sobre el PIB.

Varios estudios académicos muestran que un aumento del 100 % en los precios del petróleo se traduce aproximadamente en una reducción del 5 % del PIB. Por tanto, un aumento del 150 % equivaldría, de forma aproximada, a un impacto del 7,5 % sobre el PIB.

Por otra parte, se estima que el impacto de los aranceles sobre el PIB de Estados Unidos sea de alrededor del 2,6 %. Así, aunque estamos ante un orden de magnitud comparable, el efecto de un aumento clásico del precio del petróleo es aproximadamente tres veces mayor.

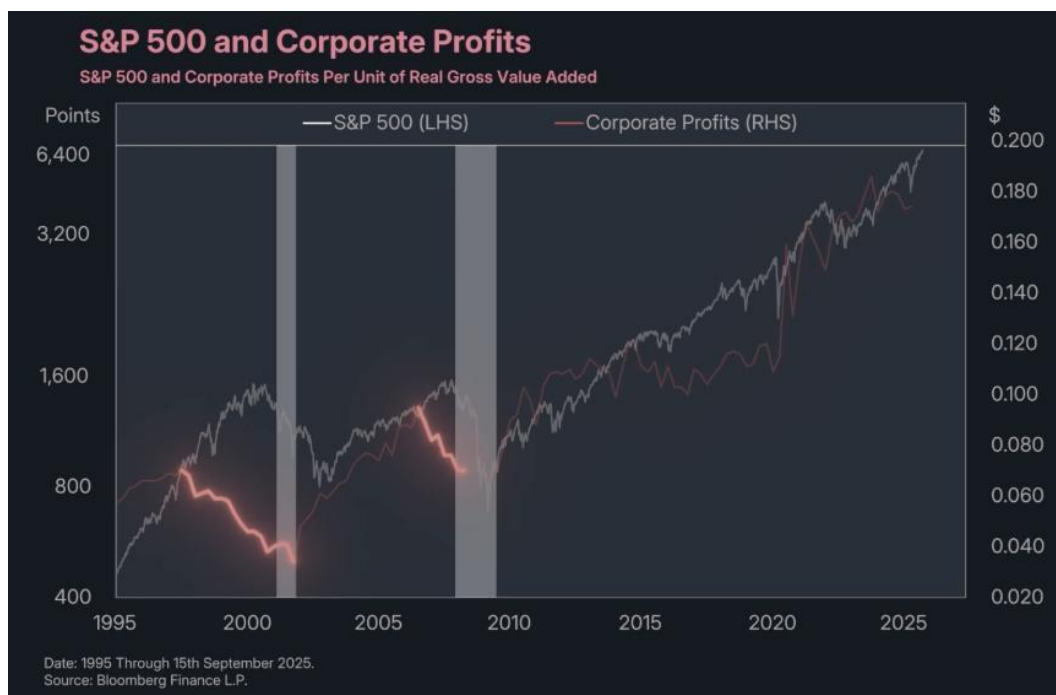
Cabe destacar que los aranceles iniciales generaron un panorama de incertidumbre para las empresas: muchos acuerdos, planes de contratación y operaciones se postergaron hasta que hubiese más claridad. Este comportamiento guarda cierta similitud con el efecto “micro” de los shocks petroleros. Cuando los costes de insumos se disparan debido al fuerte incremento del precio del petróleo, las empresas se preguntan si pueden seguir siendo rentables, lo que suele traducirse en una contratación más lenta y, eventualmente, en recortes de costes (despidos mayoritariamente).

Por otro lado, podemos afirmar que la incertidumbre generada por los aranceles fue mayor que la habitual ante un aumento típico del precio del petróleo. Los anuncios de aranceles de este año hicieron temblar al mercado bursátil, que llegó a caer un 20 %. Fue una amenaza real para la economía que podría haber desencadenado fácilmente una recesión.

Por otra parte, desde el famoso “Liberation Day” ha habido más claridad respecto a los aranceles y los inversores han impulsado la recuperación del mercado, alcanzando los márgenes de beneficio corporativo récord que observamos actualmente. A pesar de que los indicadores siguen lanzando alarmas, las previsiones futuras o el miedo generalizado, la realidad es que las empresas continúan funcionando razonablemente bien, mostrando ganancias sólidas y estables.

Las ganancias corporativas —o, más técnicamente, los márgenes corporativos— son uno de los indicadores económicos adelantados más importantes; nos permiten determinar con antelación el comportamiento de la economía, prever movimientos del mercado y actuar en consecuencia.

Si observamos las dos crisis anteriores, de 2001 y 2008, veremos que los márgenes de beneficio corporativo se redujeron mucho antes del inicio de ambas crisis.



Unos márgenes corporativos decrecientes suelen ser el principal motivo por el que las empresas deciden prescindir de trabajadores con el objetivo de recortar costes.

Actualmente, esos márgenes corporativos se mantienen en niveles récord, por lo que los aranceles aún no han mostrado su efecto real sobre ellos. Esto aporta cierta tranquilidad: no se espera una ola masiva de despidos en el corto plazo o de forma inminente. Ahora bien, como hemos recalcado en R&S varias veces, la economía de Estados Unidos muestra signos de debilidad, junto con un mercado laboral que lleva algunos meses evidenciando flaqueza (tanto mes a mes, como por los recientes reajustes a la baja en el empleo). Todo ello indica claramente que nos encontramos en la etapa final del ciclo económico.

Esto nos lleva a pensar que el verdadero impacto o daño económico probablemente se hará evidente cuando surja un catalizador concreto, ya sea un shock petrolero o una nueva serie de incrementos en las tasas de la Reserva Federal que presionen los márgenes de beneficio.

Conclusion

En R&S llevamos meses advirtiéndolo sobre la debilidad de la economía estadounidense. El mercado de valores es, en cierto modo, un oxímoron frente a la economía real: mientras el primero muestra una aparente fachada de resiliencia y fortaleza, la segunda empieza a evidenciar signos de flaqueza estructural y de deterioro.

Nadie sabe cuánto tiempo más puede mantenerse esta situación, pero, ya sea a corto o a medio plazo, creemos que ha llegado el momento de que, como inversores, reflexionemos sobre las carteras: ¿vale la pena asumir tanto riesgo en el mercado para seguir “montados” en él? ¿O será mejor reequilibrar las carteras con activos menos volátiles y más seguros que ofrezcan rentabilidades atractivas (p. ej., bonos del Tesoro a corto plazo)?