R&S
WEALTH MANAGEMENT

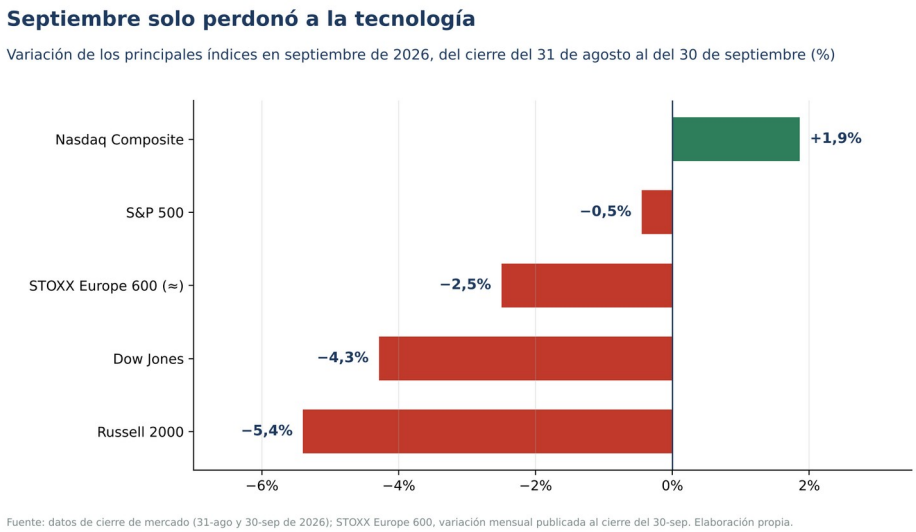
NEWSLETTER
SEPTIEMBRE
2026

Análisis de Mercados: Septiembre de 2026

La Fed sube y el bono americano rompe el 5%

Septiembre arrancó a la sombra de un fin de semana de bombardeos. El último día de agosto, tras un ataque estadounidense en territorio iraní, el crudo abrió la semana con un salto y ya no se detuvo hasta superar los cien dólares diez días después. Durante la primera mitad del mes todo pareció girar alrededor del barril: la inflación europea repuntó por la energía, el Banco Central Europeo volvió a subir tipos y los bonos de medio mundo se vendieron al mismo ritmo al que se encarecía el petróleo.

La segunda mitad contó otra historia. El petróleo se estabilizó, subiendo con cada ataque y bajando con cada rumor de negociación, pero los bonos siguieron cayendo. La Reserva Federal subió tipos por primera vez en casi tres años, el Banco de Japón hizo lo mismo y el bono americano a diez años terminó el mes en el **5,29%**, un nivel que no se veía desde antes de la crisis de 2008. Las bolsas encajaron el golpe de forma desigual: Wall Street acabó casi plana gracias a la tecnología, Europa sufrió su primer mes en rojo desde marzo y China siguió viviendo en su propio mundo.



Solo el Nasdaq acabó el mes en positivo. Cuanto menos peso tecnológico tiene un índice, peor le fue.

R&S WEALTH MANAGEMENT

El mes, semana a semana

- **1-4 de septiembre · El empleo reabre el debate sobre la Fed.** El mes arrancó con el petróleo todavía caliente por el ataque estadounidense en Irán del último fin de semana de agosto, y el Brent subió toda la semana. En Europa, la inflación de agosto subió al 3,3%, empujada solo por la energía. Pero el viernes el informe de empleo, con casi el triple de puestos de lo esperado, volvió a poner la subida de tipos sobre la mesa.
- **7-11 de septiembre · El petróleo pasa de 100 y los bancos centrales reaccionan.** Tras un ataque contra instalaciones saudíes, Estados Unidos destruyó el día 9 cinco petroleros iraníes junto a la isla de Jarg y el Brent superó los 100 dólares. Con el barril disparado, el BCE subió tipos el jueves 10, el mismo día en que los precios de producción americanos se aceleraron. Los bonos lo pagaron: el alemán volvió a niveles de 2011 y el T-Note saltó al 4,95%. Solo el rumor de una reunión del Golfo con Irán frenó al crudo el viernes.
- **14-18 de septiembre · La Fed sube y el bono cruza el 5%.** El fin de semana, los hutíes se hicieron con la costa yemení del mar Rojo, y el lunes llegó un golpe desde otro frente: la carta que pedía frenar la inteligencia artificial hundió a los fabricantes de chips. El martes el T-Note superó el 5%, y el miércoles la Fed subió un cuarto de punto y dejó abierta la puerta a otra subida. Al día siguiente, Londres esperó y Tokio subió, con el consejo dividido.
- **21-24 de septiembre · Los bonos se desmarcan del petróleo.** La semana empezó con euforia: el primer agente de inteligencia artificial de Meta dio al Nasdaq su mejor sesión del mes, y el primer contacto entre Washington y Teherán desde junio bajó el Brent de los 100 dólares. El miércoles 23 llegó el giro: una encuesta empresarial muy fuerte y una subasta de deuda con poca demanda subieron el T-Note al 5,11% sin que el crudo tuviera nada que ver. El jueves, la cumbre entre Trump y Xi terminó sin anuncios, Washington rechazó la oferta iraní para reabrir Ormuz y el bono cerró en el 5,20%.
- **25-30 de septiembre · Un cierre sin alivio.** El deflactor del consumo, mejor de lo temido, aflojó algo la presión sobre la Fed, pero no sobre los bonos. Arabia Saudí reabrió su oleoducto alternativo a Ormuz, pero la negociación con Irán se atascó y el Brent acabó el mes por encima de 100 dólares. El T-Note siguió subiendo hasta el 5,29% el último día y Europa cerró su primer mes en negativo desde marzo.

Estados Unidos

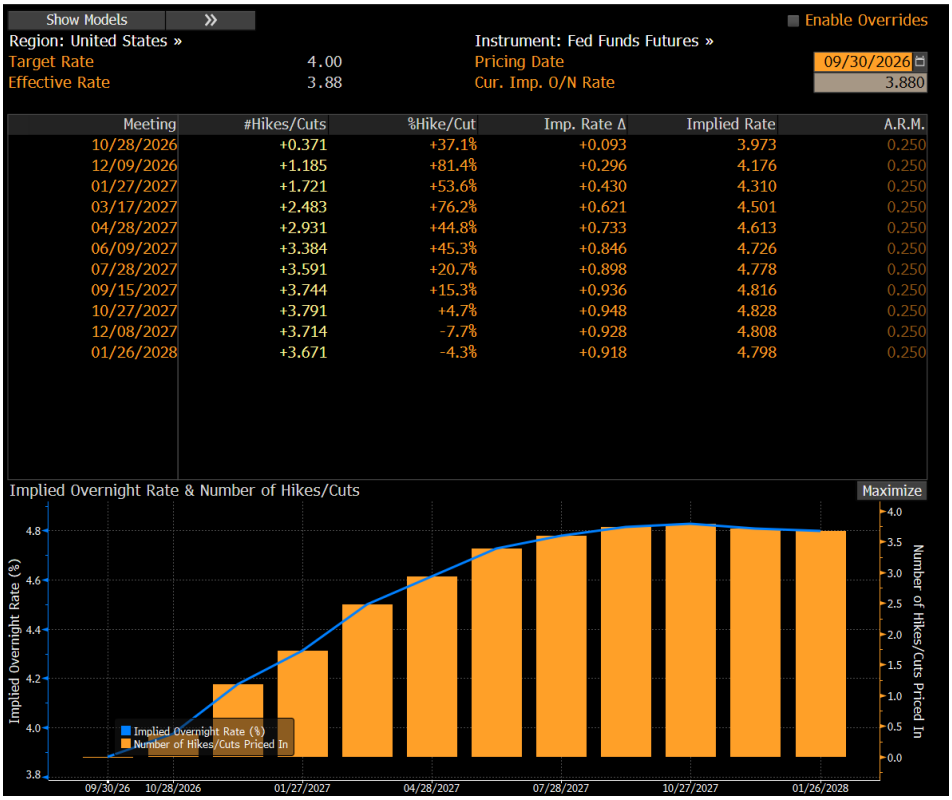
Del empleo a la Fed: cómo se cerró la puerta a esperar

A principios de septiembre, la discusión en Wall Street era si la Reserva Federal se atrevería a subir tipos con una guerra en marcha y la gasolina en máximos desde 2022. Había argumentos para esperar: el mercado laboral llevaba meses dando señales de cansancio y, según los primeros datos, en julio incluso se había destruido empleo. Ese argumento duró hasta el viernes 4.

Ese día se publicó el informe de empleo de agosto, y fue una de esas sorpresas que cambian el tono de un mes. Las empresas crearon casi tres veces más puestos de los previstos, y el dato de julio, revisado, pasó de pérdida a ganancia. El informe tenía letra pequeña —buena parte del avance venía de la hostelería tras el Mundial y de los colegios públicos, que contratan cada septiembre—, pero el mercado no se detuvo en matices. En una sola sesión, la probabilidad de una subida a mediados de mes pasó de una moneda al aire a casi dos de cada tres.

La semana siguiente llegaron los precios, y con ellos el argumento que faltaba. Lo que cobran los productores —el eslabón anterior a la tienda— se aceleró con fuerza en agosto, sobre todo en los billetes de avión, los hospitales y los servicios jurídicos. Esas partidas alimentan directamente la medida de inflación que más vigila la Fed, el deflactor del consumo. Un día después, el IPC confirmó que la moderación de los meses anteriores se había terminado: los precios al consumo subieron en agosto cuatro veces más deprisa que en julio.

Con ese material, la reunión del 16 de septiembre apenas tuvo suspense. La Fed subió un cuarto de punto, sin un solo voto en contra, y su presidente, Kevin Warsh, defendió que hasta entonces los tipos ni siquiera estaban frenando la economía. Lo que de verdad movió al mercado fue el *dot plot*, el mapa en el que los dieciocho miembros del comité sitúan los tipos futuros: **la gran mayoría quiere volver a subir antes de Navidad**, después prevé un 2027 sin cambios y aplaza las bajadas a 2028. Los inversores fueron aún más lejos: a fin de mes, los futuros daban por hecha otra subida antes de Navidad y cotizaban casi cuatro hasta finales de 2027. El único respiro llegó en los últimos días, con un deflactor del consumo algo mejor de lo temido: suficiente para frenar la escalada, no para cambiar el rumbo.



Lo que descontaban los futuros a 30 de septiembre: una subida en diciembre casi segura y un tipo cerca del 4,8% a finales de 2027.

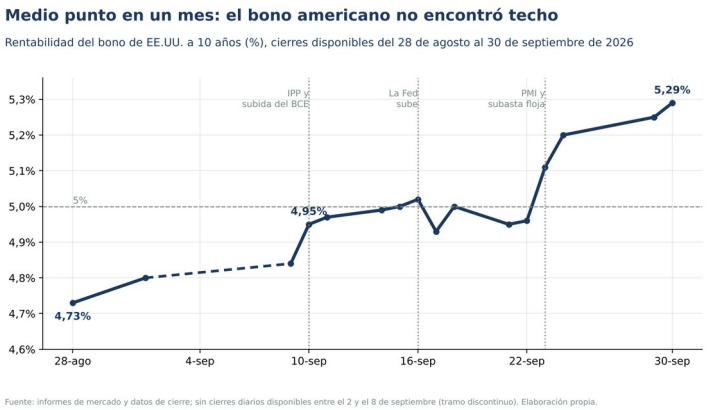
El día en que el bono dejó de mirar al petróleo

Si hubiera que escoger una sola imagen del mes, sería la del bono del Tesoro americano a diez años. Empezó septiembre en torno al 4,8% y lo terminó casi medio punto más arriba. La forma en que llegó hasta ahí cuenta la historia mejor que el destino.

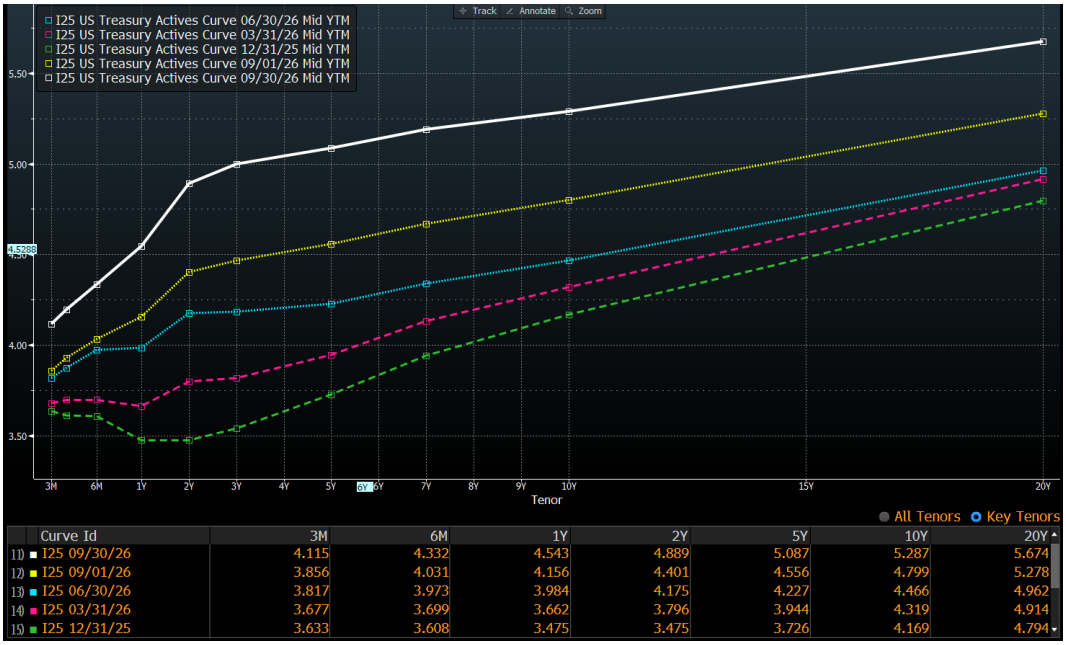
Durante las dos primeras semanas, el bono se movió como lo había hecho todo el verano: al compás del petróleo. Cuando el barril subía, los inversores temían más inflación y pedían más rentabilidad; cuando el crudo se tomaba un respiro, el bono también. El Tesoro trató de frenar los plazos largos triplicando sus recompras de deuda, y el alivio no llegó a durar una sesión: al día siguiente, con el crudo disparado y el BCE subiendo tipos, la rentabilidad dio su mayor salto diario desde marzo. El día 15 cruzó el 5%.

El verdadero punto de inflexión llegó el miércoles 23. Ese día el barril no hizo nada especial. Lo que pesó fue la coincidencia de una encuesta empresarial excelente y una colocación de deuda a cinco años que encontró pocos compradores. El diez años dio su mayor subida de la segunda quincena y ya no volvió atrás. Por primera vez desde el inicio del conflicto, **el bono americano subía por razones que nada tenían que ver con Ormuz**.

Esas razones están en la economía y, sobre todo, en las cuentas públicas. El organismo que asesora al Congreso en materia presupuestaria calculó cuánto cuesta la guerra y cuánto suma cada mes, y la deuda federal ya pasa de los cuarenta billones. La campaña de las legislativas tampoco invita a la contención: Trump ha prometido un cheque a cada adulto si los republicanos conservan el Congreso. Cuando un Estado gasta más y quienes le prestan se vuelven exigentes, son estos quienes acaban poniendo el precio. Y lo están poniendo en toda la curva: en septiembre, el bono a dos años y el de diez subieron prácticamente lo mismo, y en lo que va de año es el tramo corto, el que refleja lo que se espera de la Fed, el que más se ha movido.



El salto del 23 de septiembre no vino del petróleo, y desde entonces la rentabilidad no ha vuelto por debajo del 5%.



	Curve Id	3M	6M	1Y	2Y	5Y	10Y	20Y
11)	I25 09/30/26	4.115	4.332	4.543	4.889	5.087	5.287	5.674
12)	I25 09/01/26	3.856	4.031	4.156	4.401	4.556	4.799	5.278
13)	I25 06/30/26	3.817	3.973	3.984	4.175	4.227	4.466	4.962
14)	I25 03/31/26	3.677	3.699	3.662	3.796	3.944	4.319	4.914
15)	I25 12/31/25	3.633	3.608	3.475	3.475	3.726	4.169	4.794

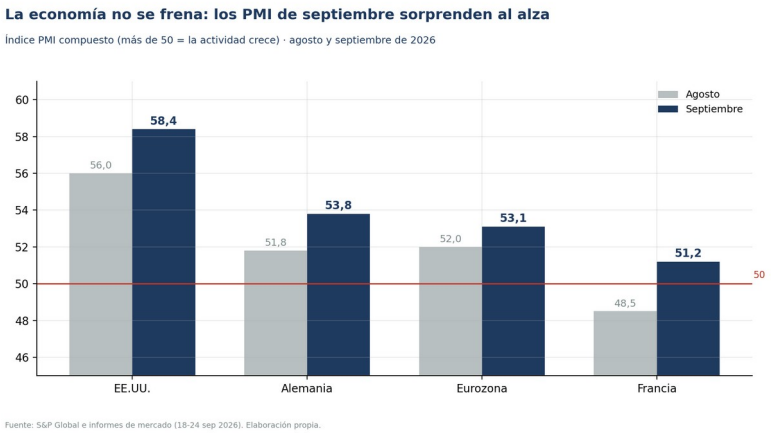
La curva americana a 30 de septiembre (blanca) frente al 1 de septiembre (amarilla) y los cierres de trimestre. En un mes, de los dos a los diez años, todo subió casi medio punto.

Un consumidor que no se entera de la guerra

Lo que más desconcierta de la economía americana es lo poco que parece afectarle el conflicto. El gasóleo cuesta tres cuartas partes más que antes de la guerra, y el consumidor sigue comprando como si nada. En agosto, el comercio minorista vendió el doble de lo previsto y casi todas las categorías mejoraron. Las peticiones de subsidio por desempleo, mientras tanto, se mantienen en mínimos de más de medio siglo.

Las empresas confirmaron el buen tono. La encuesta a directores de compras de septiembre —por encima de 50 señala crecimiento— firmó su mejor registro desde 2021, con fábricas y servicios avanzando a la vez. Incluso el déficit comercial contaba una historia de dinamismo: se amplió en julio por una compra récord de ordenadores y semiconductores. La inversión en inteligencia artificial también se mide en contenedores que llegan a los puertos.

Las grietas están donde cabía esperarlas, en lo que más depende del crédito: la construcción de viviendas pierde fuerza y los promotores están en su peor estado de ánimo en un año. Pero la Fed mira el conjunto, y el conjunto soporta un precio del dinero cercano al 4% sin despeinarse: por eso se siente cómoda subiendo.



Las cuatro economías, por encima de 50. Francia incluida, algo que no pasaba desde hace meses.

La inteligencia artificial, entre el susto y la factura de los tipos

La tecnología fue lo único que sostuvo a Wall Street en septiembre, y no sin sobresaltos. A mediados de mes, el máximo responsable de Anthropic firmó una carta que pedía levantar el pie del acelerador en la inteligencia artificial, y OpenAI le dio la razón. Los fabricantes de chips vivieron su peor día del mes.

El susto duró poco, porque los pedidos seguían ahí. Oracle había presentado días antes un crecimiento en la nube muy superior a lo esperado, Alphabet había comprometido en Finlandia su mayor inversión en Europa y Nvidia anunció que este año venderá el doble de chips. El 21 de septiembre, Meta estrenó su primer agente de inteligencia artificial, que en un día escaló entre las aplicaciones más descargadas, y el Nasdaq firmó su mejor sesión del mes.

El límite lo pusieron los tipos. Con el bono por encima del 5%, Alphabet, Oracle y Amazon, los grandes constructores de centros de datos, lideraron las caídas: son quienes más necesitan financiarse barato. Y SoftBank acudió al mercado de bonos basura para costear una nueva ronda de OpenAI. **La inversión en inteligencia artificial sigue creciendo, pero cada dólar cuesta más que hace un mes.**

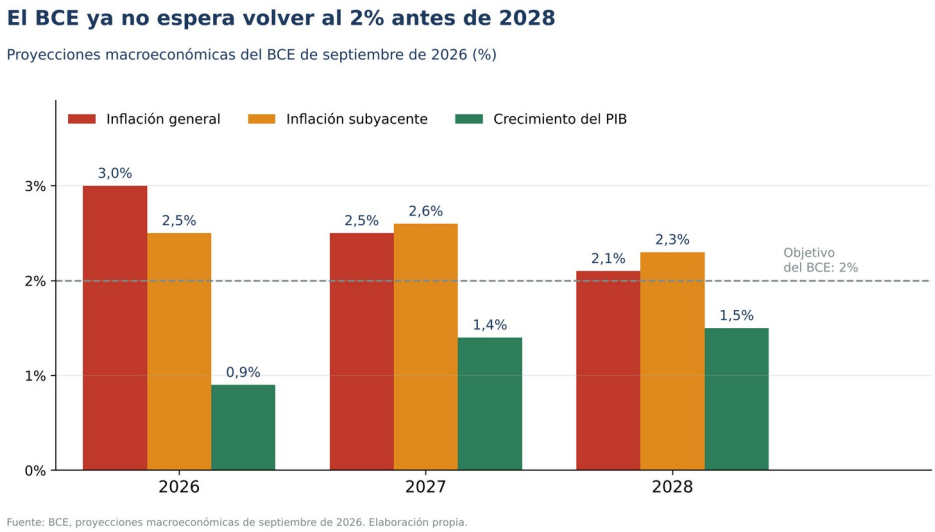
Europa

El BCE sube, y después intenta calmar al mercado

Europa empezó septiembre con un mal dato. El día 1 se supo que la inflación de la zona euro había subido en agosto a su nivel más alto desde septiembre de 2023. Toda la subida venía de la energía, con el gas muy por encima de los niveles previos al conflicto, mientras la subyacente —sin los componentes más volátiles— incluso bajaba. Con el Brent camino de los cien dólares, el matiz pesó poco.

El 10 de septiembre, el BCE subió los tipos un cuarto de punto por unanimidad, la segunda vez desde que estalló la crisis del Golfo, y Christine Lagarde lo presentó como una decisión obvia. Más que la subida importaron las previsiones: **el BCE ya no ve la inflación en el 2% en ninguno de los tres años que proyecta**, y la subyacente incluso repunta en 2027. El crecimiento, en cambio, se revisó al alza, porque la zona euro está encajando el golpe del gas mejor de lo que nadie temía.

Las semanas siguientes se dedicaron a bajar la temperatura. Lagarde y su número dos, Boris Vujčić, repitieron que el gas por sí solo no decide los tipos, y la revisión final del IPC de agosto les ayudó: la inflación de servicios, la que mejor mide las presiones de casa, tocó su nivel más bajo desde 2022. El mercado escuchó a medias: a fin de mes apenas daba una opción entre cuatro a una subida en octubre, pero veía casi segura otra en diciembre y descontaba más de tres hasta el otoño de 2027, muchas más de las que insinúa Fráncfort. Y el mes cerró con un recordatorio incómodo: Alemania publicó su inflación más alta en casi tres años.



La línea discontinua es la meta. En ninguno de los tres años la alcanza el propio BCE.



Lo que descontaba el mercado para el BCE a 30 de septiembre: diciembre, casi seguro; en septiembre de 2027, un depósito en torno al 3,3%.

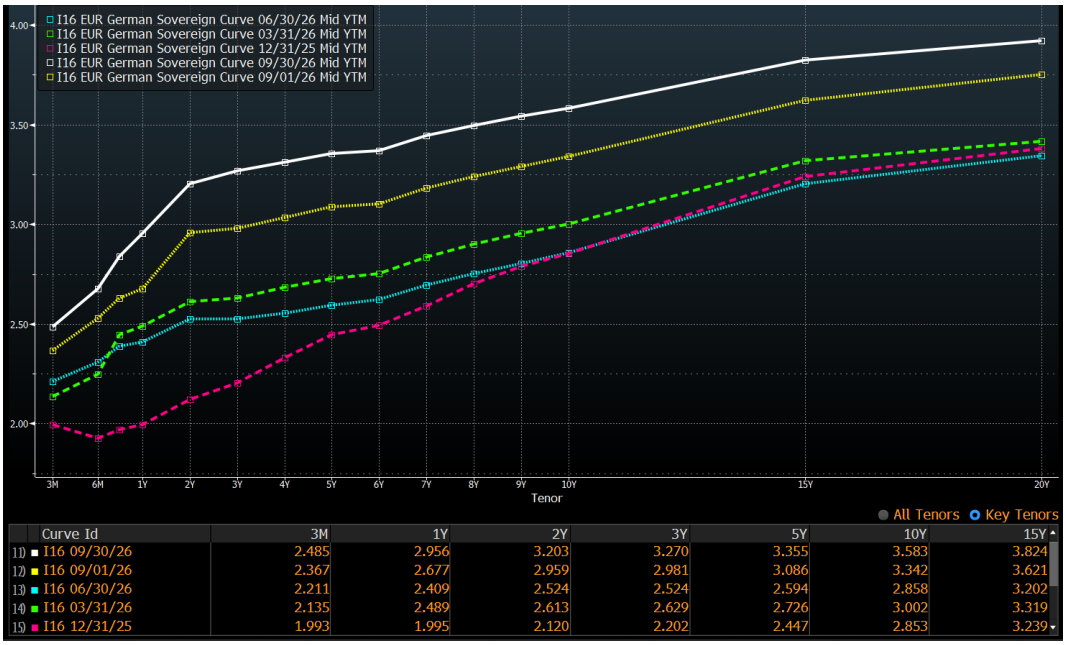
El Bund vuelve a la crisis del euro y Francia se queda sola

El movimiento más llamativo del continente se vio en la deuda. El bono alemán a diez años, el refugio por excelencia en Europa, empezó el mes algo por encima del 3,3% y en

una semana ya cotizaba en niveles de 2011, en plena crisis del euro. Lo terminó cerca del 3,6%. Italia, Reino Unido y el resto de grandes emisores lo acompañaron.

Lo que impresiona es la velocidad. En las nueve primeras sesiones del mes, las rentabilidades europeas a diez años recorrieron casi un tercio de todo lo que habían subido desde enero. Después, igual que en Estados Unidos, la presión pasó a los plazos cortos, los más ligados al BCE, aunque estos devolvieron parte de la subida en los últimos días. En el conjunto del mes, el dos y el diez años alemanes subieron lo mismo, alrededor de un cuarto de punto.

Dentro de ese movimiento general, Francia es el punto débil. El Gobierno empezó el año contando con crecer un 1%, y hoy nadie le concede ni la mitad, lo que deja su objetivo de déficit fuera de alcance. El primer ministro, Sébastien Lecornu, respondió con un plan de ahorro para 2027 casi el doble de grande que el anunciado, pero aprobarlo a meses de unas presidenciales parece poco realista. El mercado lo cobró: **la prima francesa frente a Alemania marcó máximos desde 2012**. Y el calendario no ayuda: Moody's revisa la nota del país el 23 de octubre y S&P, a finales de noviembre.



Curve Id	3M	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	15Y
11) I16 09/30/26	2.485	2.956	3.203	3.270	3.355	3.583	3.824
12) I16 09/01/26	2.367	2.677	2.959	2.981	3.086	3.342	3.621
13) I16 06/30/26	2.211	2.409	2.524	2.524	2.594	2.858	3.202
14) I16 03/31/26	2.135	2.489	2.613	2.629	2.726	3.002	3.319
15) I16 12/31/25	1.993	1.995	2.120	2.202	2.447	2.853	3.239

La curva alemana a 30 de septiembre (blanca) frente al 1 de septiembre (amarilla) y los cierres de trimestre. En el mes subió en paralelo; en el año, mucho más en los primeros plazos.

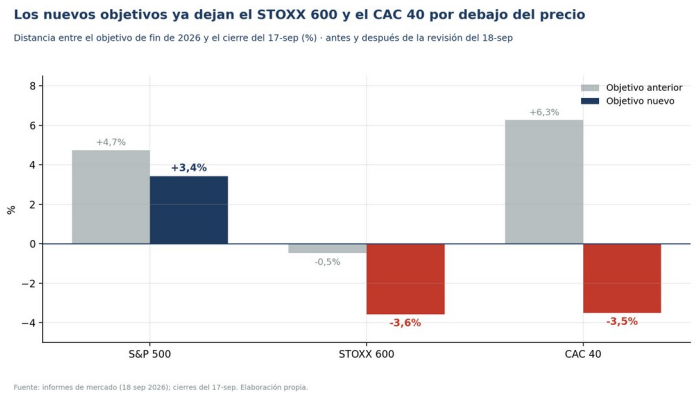
La economía aguanta; los márgenes, no

En actividad, Europa dio la sorpresa buena del mes. Las encuestas a las empresas batieron con holgura las previsiones: Alemania tuvo su mejor dato en casi un año, Francia

regresó a la expansión y el sentimiento empresarial alemán subió a máximos de tres años. Y el segundo trimestre se revisó hasta el mejor crecimiento desde 2022.

El consumidor, en cambio, empieza a notar los precios, y su confianza retrocedió. Europa crece más de lo que se temía con la energía en estos niveles, pero con unos hogares cada vez más apretados y unas empresas cuyos costes avanzan más rápido que sus ventas.

Con ese criterio juzgó la bolsa a las empresas durante todo el mes. Associated British Foods se hundió tras recortar previsiones, Novartis cayó por el fracaso de un ensayo clínico, Novo Nordisk decepcionó con sus ventas y Bilfinger perdió una quinta parte de su valor tras rebajar objetivos. LVMH, que cotiza a menos de la mitad de sus máximos, perdió frente a L'Oréal el trono de la bolsa de París. Solo los fabricantes de chips y Nokia, recién llegada al EuroStoxx 50, nadaron a contracorriente. Los analistas sacaron sus conclusiones: **sus objetivos para el STOXX 600 ya están por debajo de su cotización**, porque creen que los beneficios de 2027 esperan unos márgenes que esta energía y estos tipos no permiten.



Tras las revisiones, solo el S&P 500 tiene margen hasta su objetivo. En Europa, el precio ya está por encima.

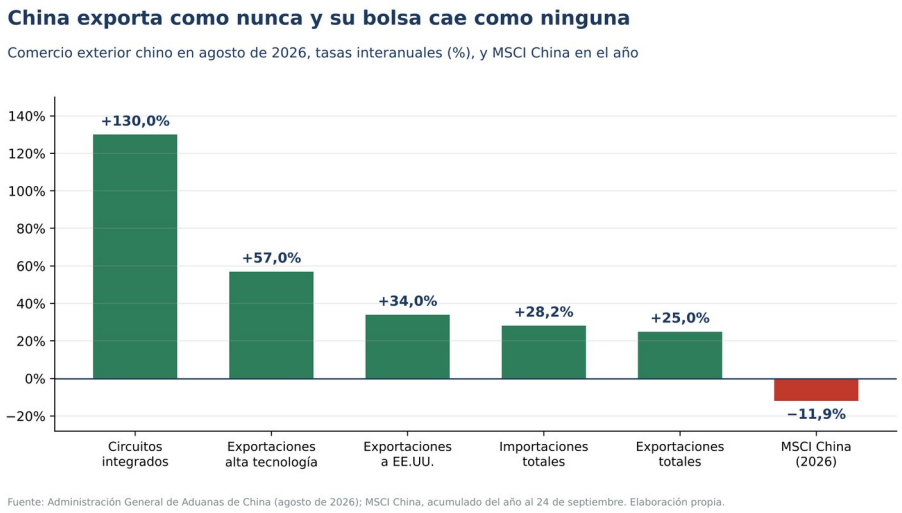
China

Dos economías en un mismo país

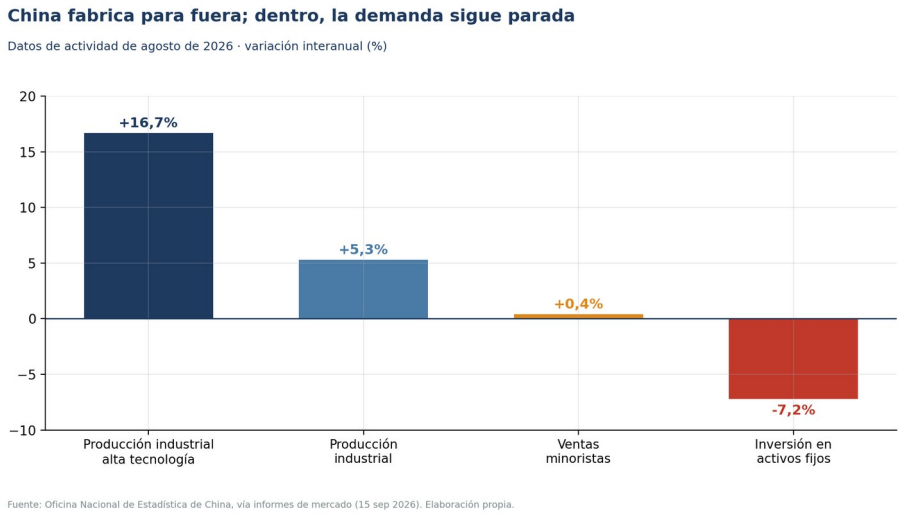
Mientras el mundo miraba a Ormuz, China publicó unas cifras de comercio exterior extraordinarias que pasaron casi desapercibidas. En agosto sus exportaciones crecieron una cuarta parte y el superávit rozó los 120.000 millones de dólares en un solo mes. Las ventas de circuitos integrados al exterior se duplicaron con creces: todo el planeta compite por los componentes de la inteligencia artificial, y China es uno de los que los fabrican.

Tras años de guerra comercial, lo que China vende a Estados Unidos creció con fuerza, y el saldo a su favor es el mayor desde que Trump volvió a la Casa Blanca. Pekín llegó así a la cumbre de finales de mes con la mejor carta comercial del ciclo.

La otra China, la que compra e invierte dentro de casa, sigue sin arrancar. El consumo apenas se mueve y **la inversión se hunde cada mes un poco más**, con el ladrillo como lastre. Para Europa la consecuencia es incómoda: sin un estímulo interno de verdad, China seguirá colocando fuera lo que no vende dentro, y los fabricantes de coches del continente ya lo notan con el avance de BYD.



China fabrica los chips que mueven la inteligencia artificial y, aun así, su bolsa es la peor del año.



Lo que se fabrica para fuera crece a doble dígito; lo que se invierte dentro, retrocede.

Una bolsa al margen y una tregua corta

Nada de eso ha llegado a la bolsa. Los emergentes viven uno de sus mejores años, con Corea a la cabeza, mientras el índice chino sigue en negativo, unos treinta y cinco puntos por detrás de su propio grupo. La desconfianza es tal que ni las buenas noticias lo mueven: a principios de mes, Pekín anunció una inyección de capital en su banca pública y la bolsa ni se inmutó.

La gran cita política del mes tampoco cambió nada. La primera visita de Estado de Xi Jinping a Washington desde 2015 dejó más fotos que acuerdos. La tregua arancelaria se alargó solo dos meses, menos de lo esperado, por el choque sobre las tierras raras, y de Irán, lo que más le importaba al mercado, no hubo avances: Pekín sigue siendo el gran sostén económico de Teherán. La bolsa china cierra así septiembre como la gran anomalía del año: un país que exporta como nunca y un mercado que cotiza como si estuviera en crisis.

Japón

Sube el Banco de Japón y el yen se debilita

En Japón, septiembre fue un viaje de ida y vuelta para el yen. En la primera quincena se revalorizó con fuerza y tocó máximos de seis meses frente al dólar. Lo empujaban tres fuerzas: la expectativa de que el Banco de Japón subiera tipos, con los salarios creciendo al mayor ritmo desde 1997; la liquidación del *carry trade*, la estrategia de endeudarse en yenes baratos para invertir fuera; y un aviso de Scott Bessent, el secretario del Tesoro americano, a quien se atreviera a apostar contra la moneda.

La segunda quincena deshizo el camino. El día 18 el banco central llevó el precio del dinero a su máximo en tres décadas, pero con dos votos en contra y sin prometer nada más. El mercado vio un consejo dividido, y si el yen ya no iba a subir, deshacer el *carry trade* dejaba de correr prisa. La moneda volvió a caer.

Al mismo tiempo, el plan del Gobierno para casi duplicar el gasto en defensa llevó al bono japonés a diez años a su rentabilidad más alta desde 1996. La bolsa lo celebró: con un yen más barato y el tirón de los fabricantes de chips, Japón sigue entre los mejores mercados del año, solo por detrás de Corea, que sube más de dos tercios en 2026.

Conclusiones

La tesis

En septiembre el petróleo dejó de ser la única explicación de lo que pasa en los mercados. En la segunda quincena el barril se quedó quieto y el Tesoro americano siguió subiendo, por motivos que no dependen del Golfo: el pulso de la economía, una Fed de nuevo en modo subida, subastas con menos apetito y un agujero fiscal que la guerra agranda. Por eso sostengo que **el T-Note acabará 2026 por encima del 5%**. Sobre la Fed, acerté al prever la subida de septiembre y me equivoqué al pensar que sería la única: hoy creo que volverá a subir en diciembre, hasta el 4,00-4,25%.

En Europa espero más paciencia de la que cotiza el mercado. Mi escenario: Fráncfort deja los tipos quietos el 29 de octubre y da su último paso en diciembre, hasta el 2,75%. El mercado coincide conmigo en lo de diciembre; lo que no comparto son las dos o tres subidas que ya descuenta después. En bolsa sigo siendo prudente: con el Tesoro pagando más del 5%, el S&P 500 no alcanzará los 8.000 puntos este año, y el STOXX 600, con beneficios a la baja y Francia sin presupuesto creíble, seguirá por detrás del índice americano. Tampoco veo un acuerdo con Irán a corto plazo: el Brent terminará octubre por encima de 100 dólares.

Cinco cosas que vigilar en octubre

1. **La Fed, el 27 y 28 de octubre.** El mercado le daba a fin de mes un 37% de probabilidad a una subida. Si sube ya en octubre, el mercado tenía razón y la Fed se quedaba corta.
2. **El BCE, el 29 de octubre.** El mercado solo le da un 26% de probabilidad a una subida, que rompería su pauta de una por trimestre.
3. **Francia, Moody's y el presupuesto.** La revisión del rating llega el día 23 con las cuentas en el aire; un rechazo en el Parlamento ampliaría la prima.
4. **Los resultados del tercer trimestre.** Más que los beneficios, importarán los márgenes y cómo se financia la inversión en centros de datos con el dinero al 5%.
5. **La negociación con Irán.** El barril es el mejor termómetro de la prima geopolítica; un acuerdo por fases lo devolvería a la zona de 85-90 dólares.

Lo que podría salir mal

Que la Fed acabe siguiendo al mercado. Si octubre confirma la fuerza de septiembre, una subida más podría convertirse en tres, y la bolsa americana no está valorada para tipos oficiales cerca del 5%.

Un invierno sin gas. Las reservas europeas están muy por debajo de lo normal para estas fechas. Un invierno frío con Ormuz a medio gas dispararía los precios y obligaría al BCE a ir más lejos.

Que el dinero para la inteligencia artificial se encarezca de golpe. Financiar a OpenAI con bonos de alto riesgo es una señal de que el ciclo de inversión depende de un crédito que ya no es barato.

Lo que podría salir bien

Una reapertura gradual de Ormuz. Irán ya ha hecho una oferta y Arabia Saudí ha recuperado su ruta alternativa. Incluso un pacto parcial daría aire a la vez a la inflación, a los bancos centrales y a la renta fija.

Que el crecimiento aguante. Si los beneficios acompañan a unas encuestas empresariales en máximos de años, la bolsa puede convivir con tipos altos mejor de lo que dice la historia.

Que China deje de ser la excepción. Que la bolsa de un país que exporta así pierda en el año mientras su grupo gana más de un 20% es una anomalía. Es barata por algo, pero ese algo puede cambiar.

Este documento tiene finalidad exclusivamente informativa y divulgativa. No constituye asesoramiento financiero ni recomendación de compra o venta de ningún instrumento. Los datos proceden de informes de terceros y fuentes públicas, y no se garantiza su exactitud. Las rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. Cualquier decisión de inversión debe adoptarse de forma independiente y, si procede, con asesoramiento profesional.