



CON | TEXTO

Octubre 2026

La vivienda y el intervencionismo
Contexto de mercados
Qué esperamos a futuro



ORIENTA Wealth
GRUPO **MUTUA**MADRILEÑA

CONTENIDOS

- La vivienda y el intervencionismo
- Contexto de mercados
 - Entorno
 - Renta Fija
 - Renta Variable
- Qué esperamos a futuro

Orienta Wealth es una entidad de asesoramiento y gestión de patrimonios.

Con más de 8.700 millones de euros bajo gestión, 11 oficinas y 167 profesionales, nuestro único propósito es ayudar a nuestros clientes a conseguir sus objetivos financieros.

Telf. + 34 91 745 84 00
info@orientawealth.com



La vivienda y el intervencionismo

El termómetro y la fiebre

Romper el termómetro no baja la fiebre. Con los precios ocurre algo parecido: son el síntoma visible de un equilibrio, o de un desequilibrio, entre lo que unos quieren comprar y lo que otros pueden ofrecer. Un precio alto no es solo un coste; es también un mensaje. Le indica al productor que merece la pena fabricar más, al consumidor que conviene ahorrar o buscar alternativas, y al inversor dónde hacen falta recursos. Cuando ese mensaje se silencia por decreto, el problema de fondo sigue ahí, aunque deje de reflejarse en la etiqueta.

En este artículo repasamos qué ha ocurrido, en distintos países y mercados, cuando las instituciones han intentado fijar los precios en lugar de actuar sobre las causas que los determinan. Y lo aplicamos a una preocupación muy concreta y muy real: el acceso a la vivienda en España.

Alivio hoy, factura mañana

Las intervenciones sobre precios suelen seguir una misma secuencia. Primero llega un alivio inmediato y visible para un grupo concreto. Después, con meses o años de retraso, aparecen costes dispersos que recaen sobre otros, a menudo menos visibles y con menos voz. Esa asimetría explica su atractivo. El beneficiario de la medida sabe quién es; el perjudicado futuro muchas veces ni siquiera sabe

que lo es. El joven que no encuentra piso porque la oferta se ha retirado del mercado no suele atribuir su problema a una norma aprobada años antes. El desequilibrio, además, rara vez desaparece: se desplaza. Si no puede expresarse en el precio, lo hace en forma de escasez, colas, mercados paralelos, peor calidad o presión sobre otro activo cercano. Por eso la pregunta útil no es si una medida baja un precio, sino adónde se va la tensión que ese precio estaba reflejando.

Lo que hemos visto en otras intervenciones

El patrón se repite en mercados muy distintos entre sí, y conviene observarlo antes de trasladar el análisis al mercado de la vivienda.

La factura de la luz que pagamos a plazos. España tiene su propio caso de estudio. Durante años, las tarifas eléctricas reguladas se fijaron por debajo del coste real del sistema con el objetivo de contener el importe de la factura. Pero la diferencia no desapareció: se acumuló en forma de «déficit de tarifa», una deuda que llegó a rondar los 30.000 millones de euros a comienzos de la pasada década. Los consumidores siguen devolviéndola hoy, con intereses, a través de los recibos. El precio se contuvo; el coste, simplemente, se aplazó.

Divisas con dos precios. Cuando un país fija por ley el valor de su moneda por encima de lo que el mercado está dispuesto a reconocer, suele surgir

un tipo de cambio paralelo. Argentina lo ha experimentado en varias etapas con el denominado «cepo» cambiario: la brecha entre el dólar oficial y el informal llegó a superar el 100%, mientras empresas y particulares retrasaban decisiones de inversión, importación o liquidación de exportaciones a la espera de una devaluación que, con frecuencia, terminaba produciéndose.

Estanterías vacías. Los controles de precios sobre alimentos y productos básicos en Venezuela pretendían proteger el poder adquisitivo de las familias. Sin embargo, al situarse muchos precios por debajo de los costes de producción, numerosos fabricantes redujeron o abandonaron su actividad. El resultado fue una escasez generalizada y la aparición de mercados paralelos en los que esos mismos productos se vendían a precios muy superiores.

Frenar la bolsa por decreto. En enero de 2016, China estrenó un mecanismo que suspendía automáticamente la negociación bursátil cuando las caídas superaban determinados umbrales. Lejos de aportar estabilidad, incentivó el efecto contrario: muchos inversores se apresuraban a vender antes de que se activara el cierre temporal del mercado, acelerando así las pérdidas que se pretendían evitar.

Congelar precios en tiempos de inflación. En 1971, Estados Unidos impuso un congelamiento temporal de salarios y precios para contener las presiones inflacionistas. La medida ofreció cierto alivio a corto plazo, pero pronto aparecieron distorsiones en la oferta, especialmente en sectores como la alimentación. Una vez retirados los controles, la inflación reapareció con fuerza.

En todos estos casos, el problema era real y la intención, comprensible. Lo que terminó fallando fue el instrumento elegido. Cuando se intenta corregir por decreto la señal que transmite un precio, la tensión económica no desaparece: simplemente encuentra otra forma de manifestarse.

Conviene decirlo sin rodeos: el acceso a la vivienda en España se ha convertido en uno de los principales problemas económicos y sociales del país, y negar su gravedad no contribuye a resolverlo. Los datos son contundentes. El Banco de España estima que entre 2021 y 2025 se

acumuló un déficit cercano a las 750.000 viviendas, como consecuencia de un ritmo de creación de hogares muy superior al de construcción de nuevas viviendas. Solo en 2025 se formaron aproximadamente 240.000 hogares frente a unas 92.000 viviendas nuevas. Si esta dinámica no cambia, la brecha podría ampliarse en otras 300.000 viviendas hasta 2028 y superar el millón de unidades.

La presión ya se refleja en los precios: la vivienda registró un incremento del 12,7% en 2025, el mayor avance anual desde 2007. Además, algo más de la mitad de este déficit se concentra en solo seis provincias: Madrid, Barcelona, Alicante, Valencia, Murcia y Málaga.

A ello se suma una particularidad del mercado español. La vivienda pública representa apenas el 1,5% del parque residencial, una proporción muy inferior a la observada en otros países europeos, como Países Bajos, donde supera el 30%, o Austria, donde se sitúa en torno a ese mismo nivel. Esta escasez limita la capacidad de ofrecer alternativas habitacionales asequibles allí donde la demanda es más intensa.

El diagnóstico del propio Banco de España es claro: las dificultades de acceso a la vivienda responden, principalmente, a restricciones estructurales de oferta. En otras palabras, faltan viviendas allí donde las personas quieren y necesitan vivir.

Y aquí es donde se encuentra la clave del debate. Si el problema fundamental es la escasez de oferta, resulta razonable preguntarse si las medidas dirigidas exclusivamente a contener los precios pueden resolverlo de forma duradera. Porque una intervención que, directa o indirectamente, reduzca los incentivos para construir, rehabilitar o poner viviendas en alquiler podría terminar agravando precisamente aquello que pretende aliviar: la falta de vivienda disponible.

Pero ¿qué ha pasado donde se han limitado los alquileres?

La limitación de rentas es una de las políticas económicas más estudiadas, y los resultados observados en distintos países presentan patrones sorprendentemente similares.

- **Estocolmo:** la cola como precio. Suecia mantiene desde hace décadas un sistema de alquileres negociados muy por debajo del mercado. El resultado es una lista de espera pública en la que conseguir un piso en las zonas céntricas puede llevar más de una década. El precio no sube, pero se paga en años de espera, en contratos de subarriendo informales o directamente en la imposibilidad de mudarse por trabajo.
- **Saint Paul (Minnesota):** el efecto inmediato sobre la obra nueva. En 2021 esta ciudad aprobó en referéndum uno de los límites a la subida de rentas más estrictos de Estados Unidos, aplicable también a edificios nuevos. Los permisos para construir vivienda se desplomaron en los meses siguientes, y el propio ayuntamiento tuvo que corregir la norma al año siguiente para eximir a la obra nueva.
- **Berlín:** la inseguridad jurídica también cuesta. La congelación de rentas aprobada en 2020 fue anulada por el Tribunal Constitucional alemán apenas un año después. Muchos inquilinos tuvieron que devolver de golpe las diferencias acumuladas, y los propietarios aprendieron que las reglas podían cambiar en cualquier momento.
- **Cataluña:** en España también tenemos casos. Desde marzo de 2024 se aplican topes al alquiler en las zonas declaradas tensionadas, al amparo de la Ley de Vivienda. Los datos de estos dos años muestran las dos caras de la medida: El precio medio de los nuevos contratos en zonas tensionadas ha bajado un 1,28% desde la entrada en vigor, mientras en el resto de Cataluña ha subido más de un 9 y medio por ciento. Pero la oferta de anuncios de alquiler ha caído un 22,2% en Barcelona y un 20,5% en Cataluña, frente a un aumento del 3,9% en Madrid, según un estudio de Fedea. Corregido el efecto composición (se alquilan pisos más pequeños), el precio por metro cuadrado está prácticamente donde estaba antes del control y con tendencia al alza. Además, parte de los proyectos de vivienda para alquilar que estaban previstos han acabado destinándose a la venta, según los promotores catalanes.

El propio estudio de Fedea resume el mecanismo de fondo: cuando el precio deja de ajustar oferta y demanda, el ajuste se hace por racionamiento entre solicitantes con criterios subjetivos. En la práctica, el propietario elige al inquilino con más ingresos y más garantías. Los más vulnerables, a quienes se quería proteger, son a menudo los primeros que se quedan fuera

Qué puede funcionar

Defender el papel de los precios no significa defender la inacción. Significa actuar sobre las causas del problema y no solo sobre su síntoma. En vivienda, eso apunta a medidas que aumenten la oferta, reduzcan el riesgo de alquilar y apoyen a quien más lo necesita:

- **Más suelo y menos tiempo.** En muchas ciudades, entre la compra del suelo y la entrega de llaves pueden pasar ocho o diez años. Acortar la tramitación urbanística y de licencias es probablemente la medida más barata para el contribuyente y una de las más eficaces.
- **Construir más alto donde tenga sentido.** Revisar edificabilidades, permitir cambios de uso de oficinas o locales a vivienda y facilitar la rehabilitación amplía el parque sin consumir nuevo territorio.
- **Un parque público y asequible de verdad.** Con un 1,5% de vivienda pública, España está muy lejos de Europa. Ampliarlo, incluida la colaboración público-privada sobre suelo público, crea oferta estable para rentas bajas sin alterar el resto del mercado.
- **Seguridad jurídica.** Muchas viviendas vacías no salen al alquiler por miedo a impagos u ocupaciones prolongadas. Procedimientos judiciales ágiles y seguros públicos de impago pueden movilizar ese parque más rápido que cualquier sanción.
- **Ayudas a la persona, no al precio.** Una ayuda directa y transparente al inquilino con pocos recursos se dirige a quien la necesita, tiene un coste visible y no desincentiva la oferta. Un tope de precios, en cambio, beneficia por igual a quien lo necesita y a quien no.
- **Industrializar la construcción.** La escasez de mano de obra y el encarecimiento de materiales son cuellos de botella reales. La construcción industrializada puede reducir plazos y costes.

Ninguna de estas medidas da resultados en un trimestre. Pero todas atacan la raíz del problema, y sus efectos serían más duraderos.

Los matices que conviene reconocer

Un análisis honesto debe recoger también los argumentos de quienes defienden la intervención, porque algunos son sólidos. Hay momentos en que intervenir es imprescindible. Durante la crisis financiera o la pandemia, el apoyo público evitó que un shock temporal destruyera empresas viables y empleo.

La diferencia está entre actuar como red de seguridad ante una emergencia y fijar precios de forma indefinida.

Los defensores de los topes también señalan que los inquilinos que ya tienen contrato ganan estabilidad, y que en las zonas tensionadas catalanas las rentas han subido menos que fuera de ellas. Añaden que la caída de anuncios no implica necesariamente menos viviendas habitadas, sino contratos más largos y menos rotación. Y recuerdan que construir lleva años, mientras las familias necesitan alivio ahora.

Son argumentos que merecen respeto, y el debate académico sigue abierto en cuanto a la magnitud de los efectos.

Pero incluso en los estudios más favorables, la mejora se concentra en quienes ya están dentro del mercado, y el coste recae sobre quienes intentan entrar: jóvenes, recién llegados o familias que necesitan mudarse. Si el objetivo es el acceso, ese reparto importa.

El problema de la vivienda en España es real y exige respuestas. La experiencia sugiere que las más eficaces no pasan por silenciar el precio, sino por escuchar lo que nos dice: que faltan viviendas.





Contexto de mercados

Entorno

Septiembre fue el mes en el que los bancos centrales pasaron de las palabras a la acción. La Reserva Federal inició este ciclo de subidas con un incremento de 25 puntos básicos, situando los tipos en el rango del 3,75% al 4,00%. El BCE siguió una senda similar y el Banco de Japón elevó también su tipo de referencia hasta el 1,25%. Como consecuencia, los mercados de renta fija registraron uno de los movimientos más intensos del año, con la rentabilidad del bono estadounidense a 10 años aumentando 53 puntos básicos durante el mes. En renta variable, las bolsas mostraron una notable capacidad de resistencia gracias al impulso del sector tecnológico, aunque el balance mensual fue, en términos generales, negativo. Por su parte, el dólar recuperó fortaleza, mientras que el oro cedió parte de las extraordinarias ganancias acumuladas en agosto. A continuación, analizamos las claves que marcaron el comportamiento de los mercados durante el mes.

EE.UU.: economía que acelera, inflación que no termina de ceder

Septiembre presentó un cuadro macroeconómico americano de notable fortaleza, con la actividad económica sorprendiendo al alza de forma significativa y el mercado laboral recuperando pulso. El problema es que esa misma fortaleza alimenta la inflación y justifica la decisión de la Reserva Federal de subir tipos:

Activo / Indicador	Nivel / Dato	Variación (sept.)
PMI Compuesto EE.UU. (septiembre, flash)	58,4	Máximo desde julio 2021
Crecimiento PIB 3T 2026 (estimación en curso)	~4% anualizado	Muy por encima del 2,75% prev.
Nóminas no agrícolas (agosto)	+162.000	Muy por encima del consenso
Gasto del consumidor (agosto, mensual)	+0,6%	Sólido
PCE subyacente (estimación Fed, agosto)	3,2%-3,4%	Sigue por encima del objetivo
ISM Precios Pagados en Servicios	72,6	Máximo en más de 4 años
Tipo Fed Funds (tras subida de septiembre)	3,75%-4,00%	+25 p.b.

El PMI Compuesto de septiembre repuntó hasta 58,4, su nivel más alto desde julio de 2021, reflejando una economía que no solo mantiene un ritmo de crecimiento sólido, sino que incluso acelera su actividad. En este contexto, las estimaciones apuntan a que el PIB estadounidense podría acercarse al 4% anualizado en el tercer trimestre, una cifra especialmente destacable si se tiene en cuenta que la Reserva Federal se encuentra inmersa en un proceso de endurecimiento monetario precisamente para moderar el crecimiento y contener la inflación.

El mercado laboral también volvió a ofrecer señales de fortaleza. Tras varios meses de datos más ambiguos, las nóminas no agrícolas de agosto sorprendieron positivamente con la creación de 162.000 nuevos puestos de trabajo, superando ampliamente las expectativas del consenso.

Sin embargo, esta misma fortaleza económica tiene su contraparte. La resistencia de la demanda continúa alimentando las presiones inflacionistas, especialmente en el sector servicios. Buena prueba de ello es el indicador de precios pagados del ISM de Servicios, que se elevó hasta 72,6 puntos, su nivel más alto en más de cuatro años. Conviene recordar que una lectura superior a 50 ya indica un aumento de los precios; por encima de 70, las presiones son especialmente intensas. Este fue uno de los factores que más peso tuvo en la decisión de la Reserva Federal de continuar elevando los tipos de interés.

La Fed sube tipos: ¿qué significa una subida de 25 puntos básicos? Un punto básico equivale a una centésima parte de un punto porcentual. Por tanto, una subida de 25 puntos básicos supone un incremento del 0,25% en el tipo de interés de referencia. En septiembre, la Reserva Federal elevó los tipos desde el rango del 3,50%-3,75% hasta el 3,75%-4,00%. Aunque pueda parecer un movimiento reducido, sus efectos se trasladan gradualmente a toda la economía: aumenta el coste de financiación para empresas y familias, encarece los préstamos bancarios y las hipotecas a tipo variable, y tiende a moderar el consumo y la inversión. En palabras del presidente Warsh, la medida supone "retirar parte de la acomodación monetaria" todavía presente en el sistema, dejando abierta la posibilidad de nuevas subidas si la inflación no muestra una trayectoria clara de moderación.

Los mercados financieros descuentan actualmente que los tipos de interés podrían mantenerse en niveles elevados durante más tiempo, alcanzando incluso cotas cercanas al 5% a lo largo de 2027.

Europa: crecimiento sorprendente, pero la inflación vuelve a subir

Los datos europeos de septiembre reflejaron una economía más resistente de lo previsto, pero con una inflación que vuelve a acelerar por el encarecimiento de la energía:

La inflación volvió a repuntar en la eurozona durante septiembre. El IPC armonizado se situó en el 3,9% interanual, frente al 3,2% registrado en agosto, impulsado principalmente por el encarecimiento de la energía. Alemania alcanzó una tasa del 3,3%, mientras que Francia se situó en

el 3,4%. España también sorprendió al alza, confirmando que las presiones inflacionistas continúan siendo un desafío para la región. Este escenario refuerza el tono restrictivo del Banco Central Europeo y justifica la continuidad del proceso de normalización monetaria.

A pesar de ello, la actividad económica mostró una resistencia mayor de la esperada. El **PMI Compuesto de la eurozona** avanzó hasta 53,1 puntos en septiembre, un nivel compatible con un crecimiento anualizado del PIB cercano al 1,7% durante el tercer trimestre.

- Alemania destacó positivamente, con mejoras tanto en los indicadores PMI como en el índice Ifo de confianza empresarial.
- Francia también recuperó terreno y volvió a situar su PMI en zona de expansión, aunque sigue siendo la economía más vulnerable entre las principales del bloque.

En este contexto, el BCE elevó los tipos de interés en septiembre, siguiendo la senda marcada por la Reserva Federal. Nuestros economistas continúan anticipando dos incrementos adicionales, previsiblemente en diciembre y marzo. La principal preocupación de la institución sigue siendo el riesgo de efectos de segunda ronda: que el aumento de los costes energéticos termine trasladándose a salarios y servicios, alimentando presiones inflacionistas más persistentes. Aunque este escenario todavía no se ha materializado de forma significativa, continúa siendo uno de los principales focos de vigilancia para la autoridad monetaria.

- Por otro lado, **Francia** volvió a situarse en el centro de las preocupaciones de los inversores. La presión sobre las cuentas públicas y la incertidumbre política en torno a los presupuestos de 2027 mantuvieron la tensión en el mercado de deuda soberana. Como consecuencia, el diferencial entre el bono francés (OAT) y el bono alemán (Bund) superó los 125 puntos básicos, alcanzando su nivel más elevado desde 2002. Este comportamiento refleja que los mercados comienzan a exigir una prima de riesgo más significativa para financiar la deuda francesa, un fenómeno poco habitual dentro del núcleo histórico de la eurozona.

¿Qué es el diferencial OAT-Bund y por qué importa?

El diferencial OAT-Bund compara la rentabilidad que exige el mercado al bono del Estado francés (OAT) respecto al bono alemán (Bund), que es la referencia de menor riesgo en Europa. Cuando ese diferencial se amplía, significa que los inversores consideran que prestar dinero a Francia entraña más riesgo que prestárselo a Alemania y exigen una compensación mayor. Un diferencial de 125 puntos básicos es el más alto desde 2002, en plena crisis del euro, y refleja la preocupación del mercado por la situación fiscal y política de Francia.

Reino Unido: crecimiento muy por encima de lo esperado

El Reino Unido sorprendió positivamente en septiembre en términos de crecimiento, aunque la inflación sigue siendo un desafío relevante para la economía.

El PIB de julio avanzó un 0,4% mensual, encadenando dos meses consecutivos de crecimiento sólido. La expansión estuvo impulsada principalmente por el sector servicios y por actividades vinculadas a la inteligencia artificial, la tecnología y la construcción. A la vista de estos datos, nuestros economistas revisaron al alza la previsión de crecimiento para el tercer trimestre hasta el 2,0% anualizado, una cifra significativamente superior al 0,3% que estimaba el Banco de Inglaterra.

Sin embargo, la mejora de la actividad convive con unas presiones inflacionistas todavía persistentes. La inflación repuntó hasta el 3,1% interanual en agosto, impulsada principalmente por el encarecimiento de la energía. Además, se espera que alcance niveles cercanos al 4% durante el primer trimestre de 2027, cuando el reciente ajuste de las tarifas eléctricas domésticas se traslade plenamente a los precios finales.

En este contexto, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de referencia en el 3,75%, aunque adoptó un tono claramente más restrictivo. Los mercados descuentan actualmente nuevas subidas de tipos en las reuniones de noviembre y febrero, ante el riesgo de que la inflación permanezca elevada durante más tiempo del previsto.

Por otra parte, el PMI Compuesto retrocedió ligeramente hasta 51,7 puntos en septiembre. Aunque sigue indicando expansión de la actividad económica, refleja una cierta moderación, en parte atribuible a la incertidumbre generada por el presupuesto de otoño que el Gobierno presentará en octubre. En contraste, las expectativas de inflación de los hogares descendieron durante el tercer trimestre, si bien este dato aún no recoge el impacto de las recientes subidas de los precios energéticos, por lo que podría revertirse en los próximos meses.

¿Qué ha pasado
en los mercados?

Renta Fija

Los bancos centrales toman el protagonismo

Septiembre fue el mes más duro del año para los mercados de bonos. Las subidas de tipos coordinadas de la Fed, el BCE y el Banco de Japón, combinadas con datos de actividad muy fuertes en EE.UU. y la persistencia de las presiones inflacionistas, generaron el mayor repunte de rentabilidades en lo que va de 2026. Para quien tiene bonos en cartera, septiembre supuso pérdidas de precio significativas.

El mes de las grandes subidas de tipos: Fed, BCE y Banco de Japón actúan

Por primera vez en este ciclo, los tres grandes bancos centrales del mundo desarrollado subieron tipos en el mismo mes:

- La **Fed** subió 25 puntos básicos, hasta el 3,75–4,00%, con votación unánime. Es la primera subida de este ciclo restrictivo. Warsh describió la medida como retirar acomodación monetaria, dejando abierta la puerta a más subidas. El mercado ya descuenta que el tipo podría alcanzar el 5% a lo largo de 2027.
- El **BCE** también subió tipos en septiembre. Con la inflación estimada en el 3,9% para septiembre y las presiones energéticas en auge, el banco central europeo no tenía margen para esperar. Se esperan dos o tres subidas adicionales según los analistas.
- El **Banco de Japón** subió tipos hasta el 1,25%, la primera señal clara de que la normalización monetaria japonesa va en serio. El gobernador Ueda habló de un 'cambio de fase'.

Activo / Indicador	Nivel / Dato	Variación (sept.)
Bono EE.UU. 2 años (T-Note)	—	+55 p.b.
Bono EE.UU. 10 años (T-Bond)	—	+53 p.b.
Bono alemán 2 años (Schatz)	—	+27 p.b.
Bono alemán 10 años (Bund)	—	+26 p.b.
Gilt Reino Unido 2 años	—	+48 p.b.
Gilt Reino Unido 10 años	—	+36 p.b.
JGB Japón 2 años	—	+22 p.b.
JGB Japón 10 años	—	+11 p.b.
Diferencial OAT-Bund (Francia vs. Alemania)	>125 p.b.	Máximo desde 2002

Qué significa que el bono americano a 10 años suba 53 puntos básicos en un mes?

Es un movimiento de enorme magnitud. Para situarlo en perspectiva: una subida de 53 puntos básicos en el tipo de interés de un bono a 10 años equivale aproximadamente a una pérdida de precio de entre el 4% y el 5% para quien lo tiene en cartera. Es uno de los movimientos mensuales más intensos que se recuerdan en el mercado de deuda americana. La causa fue la combinación de la subida de tipos de la Fed, los datos de actividad muy fuertes —que sugieren que la economía no necesita ayuda monetaria— y las preocupaciones sobre el elevado déficit fiscal americano.

Divisas y Materias Primas: El dólar recupera, el oro cede, el yen protagoniza un giro

El mercado de divisas vivió en septiembre una inversión respecto al verano: el dólar recuperó con fuerza y el oro devolvió parte de sus ganancias extraordinarias de agosto.

- El **dólar** recuperó el terreno cedido en el verano (+2,0% en el DXY). La subida de tipos de la Fed y los datos macro muy fuertes volvieron a hacer atractivo al billete verde frente a otras divisas. Los inversores volvieron a posicionarse en favor del dólar, aprovechando sus valoraciones relativamente baratas tras los meses de verano.
- El **yen** protagonizó un movimiento llamativo: a pesar de la fortaleza general del dólar, el yen se apreció un 1,5% frente a él. La razón fue el enorme flujo de demanda de yenes que generó la subida de tipos del Banco de Japón y las expectativas de más subidas. Los inversores que habían apostado por la debilidad del yen (el llamado 'carry trade') deshicieron posiciones masivamente.
- El **oro** retrocedió un 6,3% y la plata un 9,2%, devolviendo parte de las ganancias espectaculares de agosto. El dólar más fuerte y los tipos de los bonos más altos son los dos grandes enemigos del oro, que no ofrece cupón y cuya atracción relativa disminuye cuando los bonos pagan rentabilidades elevadas. Aun así, el oro acumula ganancias muy significativas en el año.
- El **petróleo** rebotó con fuerza en septiembre (Brent +14,2%, WTI +7,6%), de nuevo impulsado por las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo. La volatilidad del crudo —que ha oscilado ampliamente durante el año— sigue siendo uno de los principales riesgos para la inflación global.

Activo / Indicador	Nivel / Dato	Variación (sept.)
Dólar (DXY — índice general)	—	+2,0%
Dólar (ponderado por comercio)	—	+1,7%
Yen japonés vs. dólar (USD/JPY)	—	Yen +1,5% vs. USD
Divisas emergentes (EM FX)	—	-0,9%
Oro	—	-6,3%
Plata	—	-9,2%
Metales preciosos (conjunto)	—	-7,1%
Petróleo WTI	—	+7,6%
Petróleo Brent	—	+14,2%
Energía (BCOM Energy)	—	+9,8%
Metales industriales	—	-1,9%



¿Qué ha pasado
en los mercados?

Renta Variable

Las bolsas globales cerraron en negativo en septiembre (MSCI ACWI -1,3%), en un mes de mala estacionalidad histórica y de enorme presión en los mercados de bonos. La tecnología fue el gran escudo que evitó caídas más pronunciadas, mientras que las financieras, el sector inmobiliario y los valores de consumo sufrieron con intensidad.

EE.UU.: tecnología y semiconductores salvan el mes

El resultado mensual de las bolsas americanas estuvo muy marcado por la divergencia entre la tecnología y el resto del mercado:

Activo / Indicador	Nivel / Dato	Variación (sept.)
S&P 500 (SPX)	—	-0,5%
Nasdaq 100 (NDX)	—	+3,2%
Russell 2000 (pequeñas empresas)	—	-5,4%
Sector Tecnología EE.UU.	—	+4,4%
Semiconductores (Semis)	—	+9,3%
Memoria (chips de memoria)	—	+10,4%
Mag7 (las 7 grandes tecnológicas)	—	+4,2%
Software (subíndice)	—	-15,6%
Sector Financiero EE.UU.	—	-7,3%
Sector Inmobiliario (Real Estate)	—	Muy negativo
Cíclicos vs. Defensivos	—	Cíclicos +0,7% / Def. -4,2%

La gran inversión de agosto a septiembre fue dentro del sector tecnológico: si en agosto triunfó el software, en septiembre volvieron los semiconductores. Los chips de memoria subieron un 10,4% y el índice de semiconductores un 9,3%, recuperando gran parte del terreno perdido en julio. El software, en cambio, cayó un 15,6% en el mes —aunque con una dispersión muy amplia dentro del sector: las empresas con exposición directa a la IA resistieron bien, mientras que las más vulnerables a la disrupción tecnológica sufrieron con fuerza.

La IA y el sector bancario: ¿por qué cayeron las financieras?

Una de las narrativas más novedosas de septiembre fue la preocupación por el impacto de la 'IA agéntica' sobre los bancos. La IA agéntica es la capacidad de los sistemas de inteligencia artificial para ejecutar tareas complejas de forma autónoma —tramitar préstamos, gestionar carteras, responder a clientes— sin intervención humana. Los inversores empezaron a cuestionarse cuántos empleos bancarios podrían desaparecer y qué impacto tendría eso en los modelos de negocio del sector. Esta preocupación explica en parte la caída del -7,3% del sector financiero en EE.UU. y del -7,1% en Europa. Es un tema que irá ganando peso en los próximos trimestres.

Europa: fin de la racha positiva, Francia en el punto de mira

Las bolsas europeas rompieron en septiembre una racha de cinco meses consecutivos de ganancias (Stoxx 600: -2,5%; EuroStoxx 50: -2,4%). El panorama fue de caídas generalizadas, con solo dos sectores en positivo:

- Energía (+2,8%) y Tecnología (+2,0%) fueron los únicos sectores europeos que cerraron el mes en positivo, en línea con las tendencias globales.
- Los grandes perdedores fueron Servicios Financieros (-7,1%) —mismo efecto IA agéntica que en EE.UU.—, Inmobiliario (-7,2%) —muy sensible a la subida de tipos— y Recursos Básicos (-6,7%) —por la caída de los metales—.
- **Francia** fue de nuevo la gran decepción. El CAC 40 cayó un 4,4% adicional en septiembre, acumulando pérdidas significativas en lo que va de año. Los valores más ligados a la economía doméstica francesa sufrieron con especial intensidad. La presión sobre el diferencial OAT-Bund —que superó los 125 puntos básicos— refleja que el mercado de deuda también está descontando el riesgo político y fiscal francés.
- **Alemania** sorprendió negativamente en bolsa (DAX -4%), a pesar de los mejores datos macro. La exposición del índice alemán a sectores industriales y de consumo que sufrieron en el mes lastró su comportamiento.
- **Italia** (-2,4%) y Suecia (-1,2%) fueron los mercados europeos con mejor comportamiento relativo, por su menor exposición a los sectores más perjudicados.

Asia: tecnología como salvavidas, China a contracorriente

Los mercados asiáticos cerraron casi planos en septiembre (MSCI Asia-Pacífico: -0,6%), en un mes de bajo volumen y escasa convicción inversora, donde la tecnología fue prácticamente el único motor de rentabilidad positiva:

Activo / Indicador	Nivel / Dato	Variación (sept.)
MSCI Asia-Pacífico	—	-0,6%
Taiwán	—	+3,9%
Corea del Sur (KOSPI)	—	+2,2%
Japón (Nikkei)	—	+1,5%
China (MSCI China)	—	-4,6%
India	—	-7,1%
ASEAN (Sudeste Asiático)	—	-3,3%

- **Taiwán** fue el mejor mercado global del mes por segundo mes consecutivo (+3,9%), consolidando su papel como referencia de la inversión en infraestructura de IA. Corea del Sur también avanzó (+2,2%), recuperando terreno tras el desplome de julio.
- **Japón** subió un 1,5% a pesar de que el Banco de Japón subió tipos hasta el 1,25%. El gobernador Ueda habló de un 'cambio de fase' en la política monetaria japonesa hacia la normalización, aunque el tono fue más moderado de lo esperado gracias a los votos disidentes de algunos miembros recién nombrados.
- **China** fue el gran rezagado de Asia (-4,6%). La economía china sigue mostrando una recuperación en forma de K: las exportaciones aguantan bien, pero la demanda interna sigue débil. El consumo privado no termina de arrancar, el sector inmobiliario sigue deprimido y las tensiones comerciales tecnológicas con EE.UU. añaden incertidumbre. Las medidas de apoyo anunciadas a finales de mes —en el sector inmobiliario y en actividad general— pueden tardar en trasladarse a los datos.
- **India** sufrió una caída notable (-7,1%), probablemente relacionada con la rotación global hacia tecnología y con la presión que el dólar más fuerte ejerce sobre los mercados emergentes.