

Análisis de mercado – Septiembre de 2026

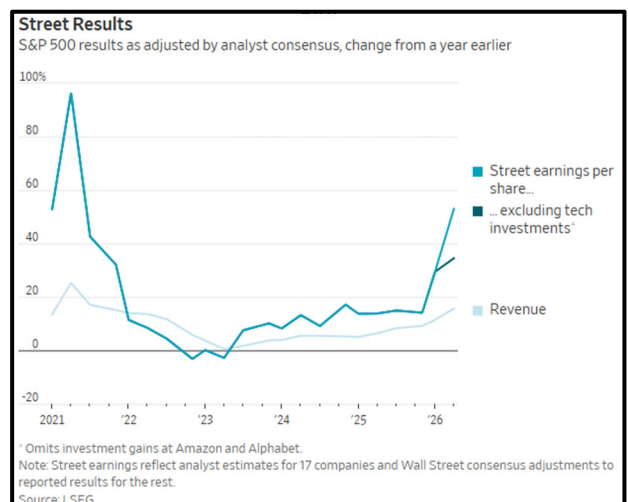


Optimismo

Nvidia puso el broche a la mejor temporada de resultados en años. El fabricante de chips registró unas ventas trimestrales récord de 96'200 millones de dólares, muy por encima de las expectativas de los analistas, que se situaban en 92'300 millones de dólares, y luego comunicó a los inversores que esperaran un crecimiento de los ingresos del 70 % en su próximo ejercicio fiscal, frente a una previsión consensuada del 45 %. Esa sola cifra es la verdadera noticia del verano. Nvidia es un barómetro de toda la narrativa en torno a la IA, y acaba de indicar al mercado que la situación se está calentando, no enfriando. A los participantes en el mercado les encantó.

Lo que hace que esta temporada de resultados sea inusual no es que las empresas hayan superado las expectativas, siempre lo hacen, sino que los analistas no han dejado de subir el listón cada semana desde principios de año. Y aproximadamente el 86 % de las empresas del S&P 500 superaron las estimaciones en el segundo trimestre, la mejor tasa desde 2021, con un crecimiento combinado de los beneficios en torno al 50 %. Si comparamos eso con la economía en la que supuestamente operan esas empresas, las cifras ya no encajan entre sí. El PIB de EE. UU. creció a una tasa anualizada del 1,5 % en el segundo trimestre, por debajo del 2,1 % registrado en el primero. Un mercado bursátil que acumula beneficios a un ritmo diez veces superior al de la

Crecimiento interanual de los beneficios del S&P



Fuente: Wall Street Journal



economía es bastante notable, a menos que se esté subestimando el estado de la economía. ¿Es el resultado de fuertes aumentos de productividad gracias a la IA? Es difícil medir hoy por hoy, aunque todos los analistas esperan una mejora significativa de la eficiencia en los próximos años. Por eso se prevé que los márgenes empresariales sigan aumentando desde sus máximos históricos actuales.

El balance de Nvidia fue objeto de cierto escrutinio. Los analistas presionaron a la empresa sobre su costumbre de financiar a los mismos clientes que compran sus chips, y la directora financiera, Colette Kress, no eludió la pregunta, sino que la abordó de frente. Nvidia está proporcionando hasta 500 000 millones de dólares en garantías parciales para la financiación de centros de datos junto con los mayores gestores de activos de Wall Street, un respaldo de 105 000 millones de dólares para un contrato de arrendamiento de OpenAI en Ohio, hasta 125 000 millones de dólares en apoyo al valor residual y 36 000 millones de dólares en garantías de ventas a empresas de la nube que compran sus chips. Si a esto le sumamos los compromisos con los proveedores, que se han más que duplicado hasta alcanzar los 279 000 millones de dólares en un solo trimestre, nos encontramos con una empresa que respalda la demanda que declara como ingresos.

NVIDIA no logró alcanzar un nuevo máximo histórico



Las cifras son realmente asombrosas. «Reconocemos la magnitud de este apoyo y sabemos que algunos lo calificarán de financiación circular». «Nosotros lo vemos de otra manera», afirmó Kress, argumentando que la rentabilidad sobre el capital invertido será excelente (WSJ, 26 de agosto de 2026). Quizá. La comparación que debería preocupar más a los accionistas es la de Cisco en 2001, que registró una depreciación de existencias de 2,2 mil millones de dólares cuando la demanda que había financiado se evaporó de la noche a la mañana. Nvidia no se encuentra en esa situación; la demanda es real y los márgenes siguen por encima del 70 %, pero el balance está desempeñando ahora una doble función, tanto de proveedor como de prestamista, y eso supone un riesgo para una empresa de este tamaño. Hay que seguirlo de cerca; cualquier desaceleración tendrá un impacto dramático en los fundamentos de Nvidia.



Manipulaciones en el mercado de bonos

Si las acciones se enfrentan a una amenaza real este otoño, no es la demanda de IA, sino el coste del dinero. El rendimiento de los bonos del Tesoro a 30 años se sitúa cerca del 5,2 %, frente al 4,84 % de principios de año, y alcanza niveles que no se veían desde aproximadamente 2007. La cifra de inflación de julio se situó en el 3,4 % interanual, ligeramente por debajo de la de junio, y el mercado laboral deparó una auténtica sorpresa: el empleo no agrícola se redujo en 23 000 puestos en julio, frente a las expectativas de un aumento de entre 80 000 y 95 000, y las cifras de los dos meses anteriores se revisaron a la baja en otros 103 000. Podríamos hablar de una economía de «ni contrataciones ni despidos». Esa combinación proporcionó a los mercados un momento de alivio respecto a las probabilidades de subida de tipos, pero no contribuye en nada a resolver el verdadero problema: los tipos a largo plazo no están subiendo debido a las expectativas de inflación, sino porque las empresas compiten por el mismo capital al mismo tiempo. El déficit presupuestario ronda los dos billones de dólares estadounidenses y, por lo tanto, las necesidades de financiación del Gobierno de EE. UU. también son elevadas.

Las grandes empresas tecnológicas se endeudan como nunca. Solo Broadcom tiene previsto recaudar hasta 100'000 millones de dólares, lo que duplicaría aproximadamente su deuda actual, y Alphabet ha emitido recientemente la mayor emisión jamás realizada en dólares canadienses, tras saturar la demanda en dólares estadounidenses. La emisión de bonos corporativos se está produciendo a un ritmo solo superado en 2020 y 2021. Meta, Microsoft, Amazon y SpaceX están obteniendo préstamos por valor de cientos de miles de millones.

Rendimiento al vencimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 30 años



Este es el contexto en el que Scott Bessent intenta, con sus declaraciones y sus compras, reducir los rendimientos a largo plazo. El 19 de agosto, el Tesoro anunció que, como mínimo, duplicaría el volumen de sus «recompras de apoyo a la liquidez» en el segmento a largo plazo. Comenzó con 2'000 millones de dólares y, a partir del 9 de septiembre, aumentó esa cantidad a 4'000 millones de dólares por operación. Las recompras anunciadas suman unos 28'000 millones de dólares desde ahora hasta el día después de las elecciones de mitad de mandato, frente a los



aproximadamente 300'000 millones de dólares de emisión a 30 años solo este año. Por lo tanto, la magnitud es más teatro que potencia real. Lo que más importa es la estructura subyacente: los responsables del Tesoro han planteado financiar parte de las recompras recurriendo a los aproximadamente 950'000 millones de dólares en efectivo que el departamento tiene en la Cuenta General del Tesoro, en lugar de emitir nuevos bonos del Tesoro, lo que haría que la operación favoreciera realmente la liquidez y no fuera meramente cosmética. Además, cabe destacar que se trata exactamente de la misma estrategia que aplicó Janet Yellen en octubre de 2023, cuando un cambio similar redujo el rendimiento a 30 años en un 20 % en tres meses. ¿Por qué se molesta Bessent, teniendo en cuenta que los rendimientos actuales no son extremos desde una perspectiva histórica? Entre 1980 y 2002, el rendimiento a 30 años se situaba habitualmente entre dos y seis puntos por encima del crecimiento nominal del PIB, y la prima de plazo actual sigue estando lejos de los niveles de crisis, incluso con la deuda pública de EE. UU. en máximos históricos. La respuesta honesta es una cuestión de calendario: con las elecciones de mitad de mandato a la vuelta de la esquina y un presidente que quiere tipos más bajos, no más altos, lo que es «normal según los estándares históricos» no es lo mismo que lo que resulta políticamente conveniente en este momento.

El antiguo mentor de Bessent no quedó impresionado. Stanley Druckenmiller, que trabajó junto a Bessent en Soros Fund Management, publicó un artículo de opinión en el *Wall Street Journal* el 24 de agosto en el que calificaba la expansión de las recompras de deuda como «gestión de precios y un error», y advertía de que «los gobiernos que defienden los precios frente a los fundamentos económicos siempre pierden». El rendimiento a 30 años bajó del 5,28 % al 5,17 % solo con la noticia de las recompras, antes de volver a subir. Bessent ha dejado claro cuál es su umbral de tolerancia, y es probable que los operadores pongan ahora a prueba su determinación.

Además, existe una ironía en el centro de todo el debate. El nuevo presidente de la Fed, Kevin Warsh, aprovechó su primer discurso en Jackson Hole para señalar que el banco central «quizá no haya terminado de luchar contra la inflación», insistiendo en que «debemos estar seguros de que la inflación subyacente avanza hacia nuestro objetivo, de forma clara y a una velocidad suficiente; de lo contrario, tenemos trabajo por hacer». Los operadores elevaron las probabilidades de una subida en septiembre del 35 % a alrededor del 60 % a raíz de estas declaraciones (también porque Warsh utilizó intencionadamente el término «subida» muchas veces en diferentes contextos, para despistar a los algoritmos).



Probabilidad de una subida de tipos del FOMC el 19 de septiembre



Source: Bloomberg

Warsh también ha dejado claro que quiere que sean los mercados los que hablen más, con menos orientación futura y más disciplina, tal y como él mismo afirmó: «Hoy me presento aquí comprometido con una disciplina, no con una decisión». Mientras tanto, su homólogo en el Tesoro está suprimiendo activamente la única señal del mercado —el bono a largo plazo— que se supone que debe transmitir ese mensaje. Los dos amigos están diciendo cosas opuestas.

Se espera que el BCE vuelva a subir los tipos en su reunión del 10 de septiembre hasta el 2,50 % debido a la inflación provocada por la guerra y las dificultades en la cadena de suministro, y los precios del mercado sitúan la probabilidad cerca del 90 %.

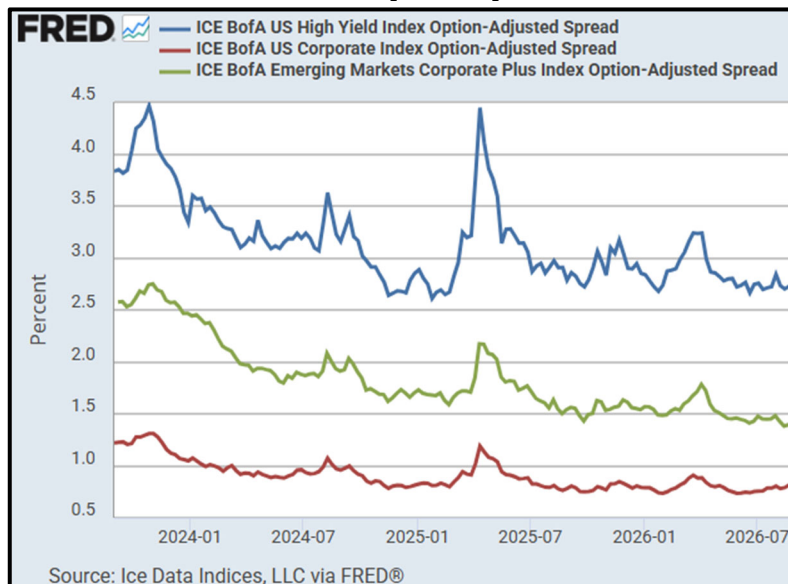


El crédito no da señales de flaquear, por ahora

Cabría esperar que esta lucha por el capital se reflejara en los diferenciales de los bonos corporativos con primas más elevadas. No ha sido así. Los diferenciales de alto rendimiento se mantienen cerca de sus mínimos históricos, al igual que los de los bonos con calificación de inversión. Las empresas estadounidenses están endeudándose a niveles récord y no pagan prácticamente nada extra por ello, lo que sugiere que los inversores en crédito se fijan más en los beneficios que en el volumen de deuda emitida (para ser justos, los diferenciales de crédito se han ampliado ligeramente en el caso de los hiperescaladores). Esto es o bien

una señal de auténtica solidez empresarial o simplemente de que la presión se encuentra en otro lugar, como en el mercado de crédito privado, donde persisten los reembolsos y las tensiones de mercado, aunque no sean tan agudas como en junio.

US & EM Corporate Spreads



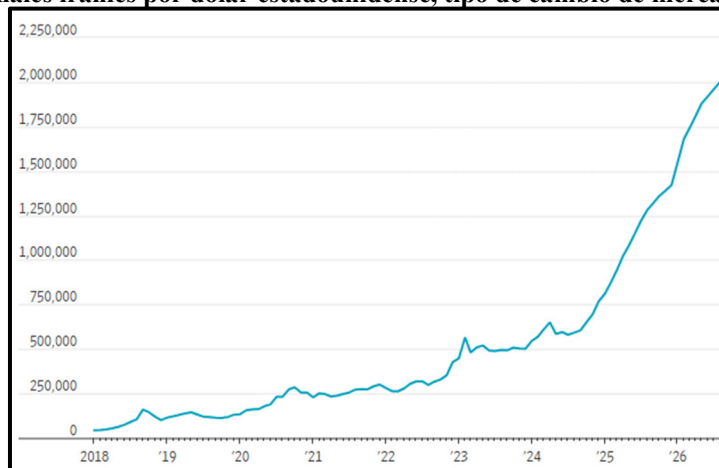
Irán y posibles malas noticias en Ucrania

Otro de los temas que abordó Bessent este mes fue Irán. El 24 de agosto, dio a conocer lo que llevaba días anunciando como un «Día D económico», ampliando las sanciones secundarias a cinco sectores: activos digitales, tecnología, oro, aviación y transporte marítimo, aunque evitó deliberadamente tomar medidas inmediatas contra los principales clientes de Irán: China, los Emiratos Árabes Unidos y Turquía. «Estamos dando a todos la oportunidad de corregir su mal comportamiento», declaró Bessent a los periodistas. El verdadero objetivo no es ningún secreto: China compra aproximadamente el 90 % de las exportaciones de crudo de Irán, y cuando se le preguntó directamente si los bancos chinos estaban en el punto de mira, Bessent se negó a descartarlo, afirmando que se tomarán medidas contra cualquiera que ayude a convertir el petróleo iraní en dinero (CNBC, 24 de agosto de 2026). Sin embargo, la reunión prevista entre Trump y Xi y el riesgo de que se disparen los precios mundiales del petróleo al cortar el suministro de barriles iraníes a precio reducido hacen poco probable un ataque real contra los bancos chinos a corto plazo, por lo que esto parece más un espectáculo de presión que una política real. Como señaló un analista, se trata «más bien de una guerra psicológica, destinada a crear un efecto disuasorio». Los mercados parecen estar de acuerdo: a pesar de que la guerra se acerca ya a su sexto mes y de que el estrecho de Ormuz sigue funcionando muy por debajo de su capacidad normal, la confianza de los inversores apenas se ha visto afectada. El mercado físico del petróleo



refleja la misma situación de tensión sin pánico. Las existencias de destilados se sitúan muy por debajo de su media de los últimos cinco años y los márgenes de refino se mantienen elevados, con los márgenes de la gasolina al alza en aproximadamente un 60 % interanual (EIA, agosto de 2026). El Brent cotiza en torno a los 90 dólares, bastante por debajo de su máximo de abril, que superó los 118 dólares, pero aún muy lejos de los niveles previos a la guerra. Esta situación en Ormuz podría prolongarse muchos meses más, lo que agravaría las preocupaciones sobre la inflación.

Riales iraníes por dólar estadounidense, tipo de cambio de mercado



Fuente: Bonbast.com, WSJ

El mayor riesgo extremo se encuentra en Europa. Las negociaciones de paz entre Rusia y Ucrania se han roto de hecho, y fuentes del Kremlin han declarado a Bloomberg que Moscú se está preparando para intensificar los ataques con misiles contra Kiev en lugar de seguir negociando (Bloomberg, 27 de agosto de 2026). Los analistas describen cada vez más esta situación como una guerra estancada y, sobre todo, como una forma en que Vladímir Putin pone a prueba activamente la determinación de la OTAN mediante una presión híbrida sobre el flanco oriental de la alianza, partiendo de la hipótesis de que Occidente dudará a la hora de responder. El riesgo de una guerra más amplia en Europa sigue siendo bajo, pero está aumentando.

Oro, bitcoin y un dólar más débil a corto plazo

Tras la decisión de Bessent sobre el extremo largo de la curva de rendimientos, el oro y el bitcoin subieron bruscamente, aunque el dólar no se moviera mucho. No obstante, esto demuestra que la denominada «operación de devaluación» sigue vigente. La recompra lo reavivó: los mercados interpretaron la intervención como un primer paso hacia la monetización de la deuda, aunque eso técnicamente requeriría la intervención de la Reserva Federal, y no del Tesoro, ya que solo la Fed puede crear las reservas necesarias para ello.

Precio del oro por onza (USD)

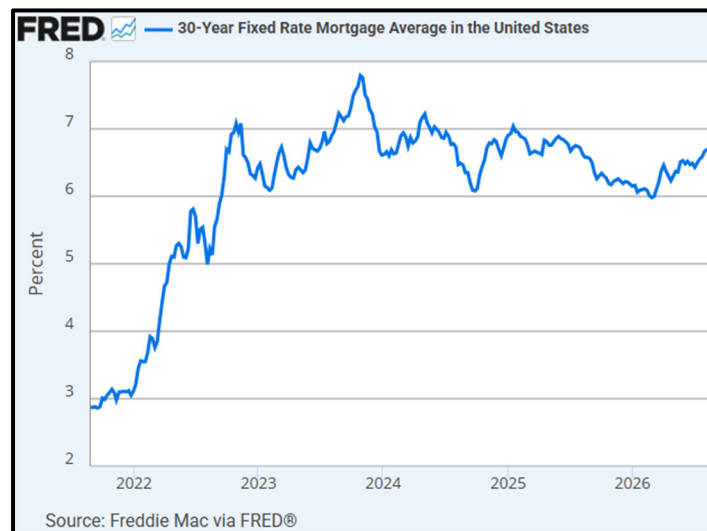




La fuerte subida del oro y la plata es la señal de que el mercado intuye hacia dónde se dirige todo esto. El consejo de Ray Dalio de «comprar oro, vender bonos», dado el 21 de agosto, ha resultado acertado hasta ahora, aunque en otras ocasiones se haya adelantado a los acontecimientos. La víctima probable de todo esto es el dólar, y hablar abiertamente de un dólar más débil puede resultar incómodo en Washington. Aun así, podría decirse que es lo que necesita una economía cuando depende tanto del capital extranjero y está tan ansiosa por reducir su deuda mediante la inflación.

Como se ha mencionado anteriormente, hay un detalle técnico que merece la pena destacar aquí, ya que explica cómo el Gobierno puede influir en el mercado de capitales. Cuando el Tesoro recompra sus propios bonos, tiene dos formas de pagarlos. Puede emitir nuevos bonos del Tesoro para financiar la compra, lo que resulta más o menos neutro para la liquidez del mercado, o puede retirar su saldo de efectivo de la Reserva Federal, lo que inyecta liquidez directamente. Bessent tiene una opinión al respecto: criticó a su predecesora, Janet Yellen, por recurrir en exceso a la emisión de letras a corto plazo y ahora, en el cargo, parece estar haciendo algo similar, solo que con un giro en la cuenta de efectivo del que ella no disponía a esta escala. En cualquier caso, el Tesoro no puede crear reservas bancarias por sí solo; la verdadera monetización del extremo largo de la curva sigue pasando por el edificio de Kevin Warsh, no por el de Bessent. El Departamento del Tesoro está jugando un juego peligroso, porque no había necesidad de dar a entender que el 4,75 % en los bonos del Tesoro a 10 años y el 5,25 % en los de 30 años eran un poco demasiado altos. Si el objetivo es controlar minuciosamente los tipos hipotecarios a largo plazo de cara a las elecciones de mitad de legislatura, fracasará.

Tipo hipotecario a 30 años en EE. UU.



Noticias de París

Las elecciones presidenciales francesas, cuya primera vuelta se celebrará el 18 de abril de 2027, provocarán un aumento de la prima de riesgo de los activos franceses. Marine Le Pen lidera todas las encuestas publicadas con aproximadamente entre el 35 % y el 38 % de las intenciones de voto



en primera vuelta, y anunció su candidatura después de que se confirmara en apelación su condena por malversación. En la izquierda, Jean-Luc Mélenchon se sitúa en las encuestas entre el 13 % y el 17 % y, en varios escenarios, supera a un campo fragmentado de centristas y de derecha moderada para hacerse con el segundo puesto clasificatorio, recreando la pesadilla de 2002 a la inversa: una segunda vuelta entre dos extremos sin la red de seguridad del centro. El mercado de bonos no está esperando a que se celebre la votación para averiguarlo. El diferencial entre los bonos OAT y los Bund a 10 años se está ampliando, y Natixis califica a los OAT de «preestresados» incluso antes de que se añada ninguna prima política adicional. Probablemente la situación empeorará antes de mejorar. Faltan ocho meses para la primera vuelta de las elecciones; aún pueden pasar muchas cosas, pero cabe esperar un rendimiento inferior al habitual de los activos franceses en los próximos meses.

Diferencial OAT a 10 años - Bund a 10 años en puntos básicos



La tendencia es tu aliada

Los tipos a largo plazo están subiendo porque la necesidad de capital es actualmente gigantesca, y el mercado de bonos seguirá poniendo a prueba la determinación de Bessent mucho más allá de septiembre.

El repunte simultáneo del oro y el bitcoin es prueba de que la tendencia a la devaluación sigue viva y coleando; seguimos firmemente inmersos en un régimen de predominio fiscal, en el que la política monetaria se adapta cada vez más a las necesidades de financiación del Gobierno, y no al revés.

La renta variable se mantiene en modo alcista, ya que las valoraciones han bajado a pesar de que los precios suben, debido a que los beneficios crecieron más rápido que los precios de las acciones este verano. Esto es una buena noticia, aunque persisten las dudas sobre la financiación circular. Por el momento, esto no es motivo de preocupación, a diferencia del coste del capital en un entorno de tipos de interés al alza.



Entre Irán, Rusia, la Fed y el Tesoro, no faltan factores que podrían salir mal. Pero, por ahora, el panorama general sigue siendo alcista.

Legal Notice:

These documents are intended exclusively for clients of Weisshorn Asset Management who have signed a management mandate and have expressed their wish to receive such information and documents (such as financial analyses, research notes, market reports and commentaries and/or factsheets). These documents may not be communicated to third parties. The information and opinions (including positions) they contain are for information purposes only and may not be considered as a solicitation, offer or recommendation to sell or buy securities, to influence a transaction or to enter into any contractual relationship. In particular, no information, document or opinion (including positioning) indicated on this Web site concerning services or products may constitute or be considered as an offer or solicitation to sell or buy securities or any other financial instrument in any jurisdiction where such offer or solicitation is prohibited by law or where the person making the offer or solicitation does not possess a license or regulatory authorization to do so or where any offer or solicitation contravenes local regulations. Any such prohibited offer or solicitation will be considered null and void, and Weisshorn Asset Management will disregard any communication received in this regard. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of current or future performance, and no representation or warranty, expressed or implied, is made regarding future performance. Clients are advised to seek professional advice to assess the opportunities and risks associated with any financial operation before committing to any investment or transaction.