UTTOR
Wealth Management

HOUSE VIEW

INFORME TRIMESTRAL DE LA CASA · N.º 2 · OTOÑO DE 2026 ·
DATOS A CIERRE DE 30 DE SEPTIEMBRE DE 2026

El precio del tiempo



VERSIÓN PÚBLICA · NO SE HA ACTUALIZADO DESDE ESA FECHA

UTTOR WEALTH MANAGEMENT · EAFN N.º 59 CNMV

En este número.

01	Lo esencial del trimestre	la idea que ordena todo lo demás	3
02	Qué ha cambiado desde julio	el trimestre en una tabla	4
03	El trimestre en datos	panorama de mercados	5
04	La visión de la casa	el marco y el tema del trimestre	6
05	Cómo lo leemos	por bloques de activo	10
06	Escenarios	tres lecturas a un trimestre vista	15
07	Qué vigilamos	las señales y el mejor argumento en contra	16



Jesús Martínez Rivas
CEO y fundador de UTTOR Wealth Management

Octubre de 2026

01 Lo esencial del trimestre.

Hay una idea que ordena todo este número, y es que **el precio del dinero ha pasado a ser el protagonista de este número**. En el tercer trimestre los bancos centrales que en junio se habían plantado volvieron a subir los tipos, y el mercado de deuda descontó todavía más subidas hasta llevar el bono estadounidense a diez años a niveles que no se veían desde 2002. Cuando prestar a largo plazo paga tanto, cualquier otra inversión tiene que justificar mejor lo que cuesta, y esa es la vara con la que este número mira cada bloque.

5,29 %	3	108,75 $	27,85 %
BONO DEL TESORO DE EE. UU. A 10 AÑOS, CIERRE DEL 30-SEP (+85 PB EN EL TRIMESTRE)	BANCOS CENTRALES QUE SUBIERON TIPOS ENTRE EL 10 Y EL 18 DE SEPTIEMBRE (BCE, FED Y BANCO DE JAPÓN)	MÁXIMO DE CIERRE DEL BRENT EN EL TRIMESTRE (15-SEP)	PESO DE LOS DIEZ MAYORES COMPONENTES DEL MSCI WORLD A 30-SEP (NUEVE COMPAÑÍAS)

01 **Los bancos centrales han vuelto a subir, y casi a la vez.** El Banco Central Europeo anunció el 10 de septiembre una subida de un cuarto de punto que dejó el tipo de depósito en el 2,50 % desde el día 16, la Reserva Federal subió también un cuarto de punto el 16 (con efectos desde el 17) hasta el rango del 3,75 % al 4 % y el Banco de Japón lo hizo el 18, con efectos desde el 24.

02 **El mercado de deuda fue más lejos que los bancos centrales.** El bono estadounidense a dos años subió 74 puntos básicos en el trimestre y el de diez 85 (frente a los 25 de la Reserva Federal), de manera que el encarecimiento del dinero ya no depende solo de lo que decida cada banco central.

03 **La tregua energética no resistió.** El alto el fuego que en julio describíamos como reversible se rompió en las primeras semanas del trimestre y el petróleo volvió a ser la principal fuente de inflación importada, con la de la zona euro en el 3,8 % en la estimación adelantada de septiembre que Eurostat publicó el 2 de octubre.

04 **La bolsa sigue cerca de sus máximos con menos compañías tirando.** El S&P 500 subió un 2,0 % en el trimestre mientras el índice de compañías pequeñas Russell 2000 caía un 7,5 %, y el peso de los diez mayores componentes del índice mundial volvió a subir.

LA PREGUNTA QUE DEJA EL TRIMESTRE

¿Cuánto de lo que ha subido la bolsa en los últimos años descansaba en un dinero que ya no es barato?

02 Qué ha cambiado desde julio.

Abrimos este número con lo que ha cambiado desde el anterior, resumido en una tabla con el dato de julio y el de septiembre uno al lado del otro, cada uno con su fecha.

	EN EL N.º 1	EN ESTE NÚMERO
BCE · tipo de depósito	2,25 % (anuncio 11-jun, efectos 17-jun)	**2,50 % (anuncio 10-sep, efectos 16-sep)**
Reserva Federal · rango objetivo	3,50-3,75 % (17-jun)	**3,75-4,00 % (anuncio 16-sep, efectos 17-sep)**
Reserva Federal · mediana (el valor central) de las proyecciones de sus miembros para fin de 2026	3,75 % (junio)	**4,125 % (septiembre, +37,5 pb)**
Bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años	4,44 % (30-jun)	**5,29 % (30-sep)**
Bund alemán a 10 años	2,90 % (30-jun)	**3,60 % (30-sep)**
Brent	72,92 $ (30-jun)	**103,53 $ (30-sep, futuro de noviembre que vencía ese día, precio reportado por Yahoo Finance; el de diciembre, 98,03 $)**
Oro, futuro de COMEX	4.038,50 $ (30-jun, serie reconsultada; el n.º 1 usó 4.022,90 $)	**4.186,70 $ (30-sep)**
S&P 500	7.499,36 (30-jun)	**7.651,54 (30-sep)**
MSCI World · peso de los diez mayores componentes (nueve compañías)	25,74 % (30-jun)	**27,85 % (30-sep)**
VIX · volatilidad implícita del S&P 500	16,45 (30-jun)	**16,34 (30-sep)**

En el n.º 1 publicamos que los diez mayores componentes del MSCI World pesaban el 27,79 %, el dato del factsheet de 29 de mayo, que era el último disponible al cerrar aquel número. El factsheet de 30 de junio (publicado después) daba el 25,74 %. Damos las tres fechas para que la comparación sea honesta, porque frente al dato que publicamos la concentración está prácticamente igual y frente al de cierre de junio ha subido algo más de dos puntos.

LO QUE NO HA CAMBIADO

El criterio de prudencia con el que lo leemos, que se explica en «El criterio del trimestre».

03 El trimestre en datos.

Dónde cerraron los principales mercados al final del trimestre. Es una foto descriptiva de mercado, sin carácter de recomendación ni de previsión, y recoge rentabilidades pasadas que no garantizan rendimientos futuros. El comportamiento de cada bloque se desarrolla en las fichas.

RENTA VARIABLE

	CIERRE 30-SEP	3T 2026	YTD 2026
S&P 500 · puntos	7.651,54	**+2,0%**	**+11,8%**
Nasdaq 100 · puntos	30.408,50	**+0,4%**	**+20,4%**
EuroStoxx 50 · puntos	6.269,02	**-0,9%**	**+8,2%**
IBEX 35 · puntos	19.426,20	**-0,2%**	**+12,2%**
MSCI World · índice	4.902,70	**+1,6%**	**+10,7%**

RENTA FIJA

	CIERRE 30-SEP	3T 2026	YTD 2026
Treasury 10 años · rentabilidad %	5,29%	**+85 pb**	**+111 pb**
Bund 10 años · rentabilidad %	3,60%	**+70 pb**	**+71 pb**

DIVISA

	CIERRE 30-SEP	3T 2026	YTD 2026
EUR / USD · cruce	1,1355	**-0,3%**	**-3,4%**
Índice dólar (DXY) · índice	101,45	**+0,3%**	**+3,2%**

MATERIA PRIMA

	CIERRE 30-SEP	3T 2026	YTD 2026
Oro · USD/onza	4.186,70	**+3,7%**	**-3,6%**
Brent · USD/barril	103,53	**+42,0%**	**+70,1%**

Niveles a cierre de 30-sep-2026 (variación 3T = desde el cierre de 30-jun-2026; YTD = desde el cierre de 2025; en renta fija, variación en puntos básicos; renta variable en price return; materias primas, futuros de referencia), con observaciones fechadas por activo (cierres de mercado, la referencia oficial del BCE para el euro y la serie diaria del Bundesbank para el Bund). Brent · futuro de noviembre de 2026 con vencimiento el 30-sep, precio de 103,53 $ reportado por Yahoo Finance (mismo criterio que el n.º 1); el futuro de diciembre cotizaba ese día a 98,03 $, y las variaciones dependen del contrato y de la base utilizada. Oro · contrato activo de COMEX. La serie reconsultada utiliza 4.038,50 $ como base de junio y 4.341,10 $ como base de cierre de 2025, frente a 4.022,90 $ y 4.325,60 $ del contrato utilizado en el n.º 1. Con las bases reconsultadas, el oro sube un 3,7 % en el trimestre y cae un 3,6 % en el año. Elaboración UTTOR. Datos de mercado descriptivos del pasado, sin carácter de recomendación ni de rentabilidad esperada; rentabilidades pasadas que no garantizan rendimientos futuros.

BALANCE DEL TRIMESTRE · QUÉ ABRÍA JULIO, DÓNDE ESTÁ HOY

Energía y geopolítica · Abrió julio en tregua condicional y la cerró rota, sin un acuerdo de fondo que la sustituya y con ataques a buques e instalaciones del Golfo a lo largo de todo el trimestre.

El precio del dinero · La duda de julio era cuánto tiempo seguiría caro, y septiembre respondió con subidas a los dos lados del Atlántico y en Japón.

UTTOR
Wealth Management

04

La visión de la casa.

Un mismo razonamiento contado entero, primero el marco que ordena los precios y después el tema del trimestre.

EN ESTE BLOQUE

4.1 · El marco	del dinero caro al dinero más caro	7
4.2 · El tema	el precio del tiempo	8

4.1 · El marco · del dinero caro al dinero más caro

En julio describíamos los tipos altos como el suelo sobre el que se valora todo, y en el tercer trimestre ese suelo ha subido. El Banco Central Europeo mantuvo los tipos el 23 de julio y el 10 de septiembre anunció una subida de un cuarto de punto (la segunda del ciclo, tras la de junio) que dejó el tipo de depósito en el 2,50 % con efectos desde el 16, y en su comunicado explicó que el conflicto en Oriente Medio sigue generando presiones inflacionistas y que la inflación seguirá bastante por encima del objetivo durante un periodo prolongado.

La Reserva Federal recorrió el mismo camino en dos tiempos. El 29 de julio mantuvo el rango del 3,50 % al 3,75 % con tres votos en contra que ya pedían subir, y el 16 de septiembre lo subió un cuarto de punto hasta el 3,75 % al 4 %, por unanimidad y con efectos desde el día siguiente. En su cuadro de previsiones de septiembre la mediana (el valor central de las proyecciones de los dieciocho participantes) para el tipo de fin de 2026 pasó del 3,75 % de junio al 4,125 %, un aumento de 37,5 puntos básicos, y dieciséis de ellos lo ven por encima del rango vigente. Las actas de esa reunión (publicadas el 7 de octubre) recogen que la mayoría consideraba probable que otra subida fuera apropiada antes de fin de año, con la precisión de que cada decisión dependerá de los datos que vayan llegando. El Banco de Japón subió también el 18 de septiembre, hasta el entorno del 1,25 % con efectos desde el 24.

La energía explica buena parte del giro. La estimación adelantada de Eurostat para septiembre (publicada el 2 de octubre) sitúa la inflación de la zona euro en el 3,8 %, con la energía subiendo un 18,8 % interanual y la subyacente (la que excluye energía, alimentos, alcohol y tabaco) en el 2,5 %, de modo que el problema sigue concentrado en la energía y la pregunta para los bancos centrales es si acaba trasladándose a los salarios y al resto de precios. Sobre ese punto de partida se entiende el tema de este número.

2,50 %
BCE, TIPO DE DEPÓSITO DESDE EL 16-SEP

3,75–4,00 %
FED, RANGO OBJETIVO DESDE EL 17-SEP

4,125 %
MEDIANA DE LA FED PARA FIN DE 2026 (CUADRO DE SEPTIEMBRE)

4.2 · El tema · el precio del tiempo

85 pb

lo que subió en el trimestre la rentabilidad del bono estadounidense a diez años, más del triple que el tipo oficial de la Reserva Federal (25 pb).

El tipo de interés a largo plazo es el precio del tiempo, lo que cobra quien presta hoy y recupera su dinero dentro de diez años, y en el tercer trimestre ese precio subió más que el que fijan los bancos centrales. El bono del Tesoro estadounidense a diez años cerró el 30 de septiembre en el 5,29 %, el cierre más alto desde mayo de 2002 según la serie oficial, y el de treinta años en el 5,64 %. El bono a dos años subió 74 puntos básicos hasta el 4,88 %. Su movimiento y las actas de septiembre respaldan un aumento de las expectativas de tipos oficiales. En los plazos largos también pueden influir la inflación esperada y la prima por plazo, y estos datos no permiten separar cuánto aportó cada factor.

Cuando el precio del tiempo sube, un beneficio que llegará dentro de muchos años vale menos hoy, y eso pesa más en las compañías cuyo valor depende de beneficios lejanos, que son precisamente las que más pesan en los índices, como contamos en julio. Para quien tiene bonos, la misma subida tiene dos caras. El que compra hoy cobra más, y el que ya los tenía ve bajar su precio, tanto más cuanto más largo es el plazo (lo que en el oficio se llama duración).

UNA LECTURA POSIBLE

Una pausa de la Reserva Federal podría aliviar los tipos largos, mientras los beneficios sostienen la bolsa.

NUESTRA LECTURA

Con el bono a diez años en el 5,29 % y la bolsa estadounidense a unas 25,7 veces sus beneficios, el precio de la bolsa depende sobre todo de que esos beneficios sigan creciendo, y el margen para un tropiezo es estrecho.

LO QUE PUEDE PASARSE POR ALTO

Que el plazo largo puede seguir alto aunque la Reserva Federal se detenga, porque en él influyen también la inflación esperada y la incertidumbre sobre ella.

FIGURA 1 · **El bono a diez años, en máximos desde 2002 al cierre del trimestre.** Rentabilidad diaria al cierre del bono del Tesoro de EE. UU. a diez años entre el 30-jun y el 30-sep-2026 (serie H.15 de la Reserva Federal). Dato descriptivo del pasado.



4.2 · El tema · el precio del tiempo (continuación)

FIGURA 2 · **El rendimiento del bono frente a la rentabilidad por beneficios de la bolsa.** Rentabilidad del bono del Tesoro de EE. UU. a diez años (5,29 %) y rentabilidad por beneficios del S&P 500 (3,9 %, la inversa de un PER de 25,7 veces sobre los beneficios de los últimos doce meses), ambas a 30-sep-2026. Fuentes · Departamento del Tesoro de EE. UU. y FactSet (Earnings Insight, 2-oct-2026). Elaboración UTTOR. La rentabilidad por beneficios expresa beneficios respecto al precio, sin ser un pago al inversor ni una previsión de rentabilidad. El rendimiento del bono incorpora otros riesgos y un horizonte distinto, por lo que estas cifras no determinan por sí solas cuál ofrece mejor valor.



A 30 de septiembre, FactSet situaba el PER del S&P 500 sobre beneficios de los últimos doce meses en 25,7 veces. Su inversa era el 3,9 %, frente al rendimiento del 5,29 % del Tesoro a diez años. La comparación ayuda a describir el entorno de valoración, pero exige considerar riesgos, crecimiento y horizontes distintos. Mientras el dinero fue barato, la idea de que no había alternativa a la bolsa ayudó a sostener precios exigentes, y esa idea se ha debilitado ahora que la renta fija vuelve a ofrecer rentabilidades que hace pocos años no ofrecía.

Hay un dato que matiza la lectura y que conviene no esconder. En el índice mundial el PER sobre beneficios pasados bajó de 24,57 a 22,69 veces entre junio y septiembre según los factsheets de MSCI, lo que indica que en el agregado los beneficios avanzaron más que los precios (también influyen los cambios en la composición del índice). Medida así, la bolsa mundial no se encareció en el trimestre, y lo que cambió fue la rentabilidad que ofrecen otras alternativas.

05

Cómo lo leemos.

El mismo método de arriba abajo, del tablero geopolítico a la macro, de la macro a los mercados y de ahí a cada bloque. Este orden no cambia de un número a otro porque es la forma en que trabaja la casa.

EN ESTE BLOQUE

Renta variable	más exigencia con el precio	11
Renta fija	el precio del tiempo, por plazos	12
Divisa	el dólar implícito	13
Materias primas	energía y oro	14

Cuatro lecturas que desembocan en el criterio del trimestre.

Renta variable

MÁS EXIGENCIA CON EL PRECIO

La pieza que hace crecer un patrimonio y este trimestre la que más tiene que demostrar.

CÓMO SE HA COMPORTADO

El S&P 500 subió un 2,0 % en el trimestre y marcó su máximo de cierre del periodo el 13 de agosto (7.798,99 puntos), que superó ya en octubre (7.818,93 el día 6). Debajo del titular la subida fue estrecha, porque el Nasdaq 100 apenas avanzó un 0,4 %, el índice de compañías pequeñas Russell 2000 cayó un 7,5 % y el fondo cotizado que replica la versión equiponderada del S&P 500 (la que asigna el mismo peso a cada componente) cayó un 2,2 %. En Europa el EuroStoxx 50 cedió un 0,9 % y el IBEX un 0,2 %, después de que los dos marcaran sus máximos del trimestre el 11 de agosto, y el MSCI World subió un 1,6 % sin contar dividendos.

2,0 %	EL S&P 500 SUBIÓ
7,5 %	EL ÍNDICE DE COMPAÑÍAS PEQUEÑAS RUSSELL 2000 CAYÓ
2,2 %	EL FONDO COTIZADO QUE REPLICA LA VERSIÓN EQUIPONDERADA DEL S&P 500

CÓMO LO LEEMOS

Seguimos leyendo la renta variable como la fuente de crecimiento a largo plazo de un patrimonio, y este trimestre con una exigencia mayor sobre el precio. Con el dinero más caro, la calidad del beneficio y lo que se paga por él pesan más que el tamaño o el impulso reciente, y la diversificación vuelve a medirse por lo que de verdad aporta cada pieza (geografía, estilo y fuentes de beneficio distintas de los mismos pocos nombres).

FIGURA 3 · **El S&P 500 del trimestre, en cierres diarios.** La serie completa del 3T, a cierre y no intradía; el último punto es el cierre oficial del informe. Dato descriptivo del pasado; rentabilidades pasadas que no garantizan rendimientos futuros.



Datos: Yahoo Finance (^GSPC), cierre diario; el último punto es el cierre oficial del informe. Elaboración UTTOR. Cierre 30-sep-2026. · Rendimiento histórico, no garantiza resultados futuros.

Renta fija

EL PRECIO DEL TIEMPO, POR PLAZOS

La pieza que más ha cambiado en un trimestre. Ofrece más rentabilidad que en junio y castiga más a quien ya tenía plazo largo.

CÓMO SE HA COMPORTADO

Toda la curva estadounidense se encareció entre el 30 de junio y el 30 de septiembre, con el bono a dos años del 4,14 % al 4,88 %, el de diez del 4,44 % al 5,29 % y el de treinta del 4,91 % al 5,64 %, mientras el Bund alemán a diez años subía del 2,90 % al 3,60 %. El crédito tardó en moverse y lo hizo al final, con el diferencial de la deuda de alto rendimiento estadounidense, que había tocado su mínimo del trimestre el 28 de agosto (260 pb), ampliándose de 268 a 312 pb en las seis últimas sesiones de septiembre.

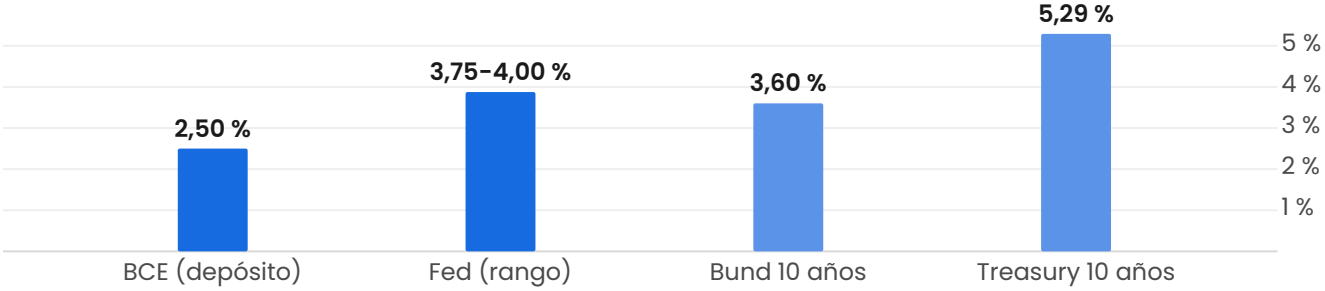
4,88 % — TODA LA CURVA ESTADOUNIDENSE SE ENCARECIÓ ENTRE EL 30 DE JUNIO Y EL 30 DE SEPTIEMBRE, CON EL BONO A DOS AÑOS

312 pb — EL DIFERENCIAL DE LA DEUDA DE ALTO RENDIMIENTO ESTADOUNIDENSE

▶ CÓMO LO LEEMOS

La misma subida que encarece todo lo demás hace que la parte conservadora de un patrimonio vuelva a ofrecer remuneración en plazos cortos, con menor sensibilidad a los tipos que los largos, aunque conserva riesgos de crédito, de reinversión y de inflación. En un trimestre en que la curva entera ha descontado más subidas, comprometerse con plazos largos para fijar los flujos de un bono hasta su vencimiento (siempre sujeto a sus riesgos) exige estar convencido de que lo peor ha pasado, y esa convicción hoy no la tenemos. En el crédito, el ensanchamiento de septiembre es todavía moderado, y lo vigilamos de cerca porque suele adelantarse a la bolsa.

FIGURA 4 · **El precio del dinero, a cierre del trimestre.** Tipos de referencia (BCE 2,50 % y Fed 3,75-4,00 %) y rentabilidad de la deuda pública a diez años (Bund 3,60 % y Treasury 5,29 %), observaciones del 30-sep-2026. Fuentes · BCE, Reserva Federal, Bundesbank y Departamento del Tesoro de EE. UU. Dato de mercado, sin carácter de previsión.



⇄ Divisa

EL DÓLAR IMPLÍCITO

La apuesta que viaja escondida dentro de cualquier cartera global.

CÓMO SE HA COMPORTADO

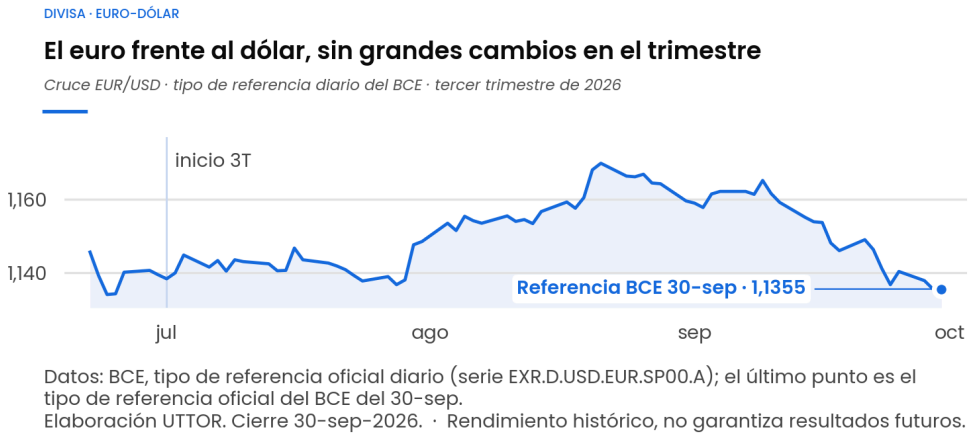
Fue un trimestre tranquilo para el cruce pese a todo lo demás. El euro cerró el 30 de septiembre en 1,1355 dólares según el tipo de referencia del BCE (1,1394 a 30 de junio) y el índice del dólar apenas subió un 0,3 %, en un trimestre en el que los dos bancos centrales subieron a la vez y la distancia entre sus tipos oficiales terminó donde empezó (1,375 puntos en el punto medio del rango de la Fed).

1,1355 dólares	EL EURO CERRÓ EL 30 DE SEPTIEMBRE
0,3 %	EL ÍNDICE DEL DÓLAR APENAS SUBIÓ
72,94 %	SIETE DE CADA DIEZ EUROS DEL ÍNDICE MUNDIAL ESTÁN EN ESTADOS UNIDOS

▶ CÓMO LO LEEMOS

Lo seguimos como un riesgo que hay que tener presente, sin pretender anticipar el nivel del cruce. Como siete de cada diez euros del índice mundial están en Estados Unidos (72,94 % a 30 de septiembre, según MSCI), quien compra ese índice desde el euro lleva una exposición al dólar que no siempre eligió y que mueve el resultado en euros con independencia de lo que hagan las compañías. El dólar suele fortalecerse cuando el riesgo aprieta, lo que ayuda a una cartera global en los peores momentos, aunque no lo hace siempre ni en la misma medida.

FIGURA 5 · **El euro frente al dólar, sin grandes cambios en el trimestre.** Serie diaria del tipo de referencia oficial del BCE para el EUR/USD en el 3T. Rentabilidades pasadas que no garantizan rendimientos futuros.



Datos: BCE, tipo de referencia oficial diario (serie EXR.D.USD.EUR.SP00.A); el último punto es el tipo de referencia oficial del BCE del 30-sep.
Elaboración UTTOR. Cierre 30-sep-2026. · Rendimiento histórico, no garantiza resultados futuros.

Materias primas

ENERGÍA Y ORO

El petróleo trae los sustos a la cartera, y el oro responde a factores distintos de los de la bolsa y los bonos.

CÓMO SE HA COMPORTADO

El Brent volvió a cerrar por encima de los 100 dólares el 23 de julio (por primera vez desde mayo), marcó su máximo de cierre del trimestre el 15 de septiembre (108,75 dólares) y el 30 de septiembre el futuro de noviembre que vencía ese día cotizaba a 103,53 dólares según Yahoo Finance, un 42 % por encima de junio (ese día el de diciembre cotizaba a 98,03). El oro vivió un trimestre de ida y vuelta, con un máximo de cierre de 4.697,80 dólares el 24 de agosto y un cierre de trimestre de 4.186,70, un 3,7 % por encima de junio con la serie que usa la tabla y un 10,9 % por debajo de ese máximo.

4.697,80 dólares EL ORO VIVIÓ UN TRIMESTRE DE IDA Y VUELTA, CON UN MÁXIMO DE CIERRE

▶ **CÓMO LO LEEMOS**

Lo que el oro hace en una cartera es diversificar, porque su precio responde a factores distintos de los de la bolsa y los bonos, y este trimestre lo ha mostrado en las dos direcciones (subió con fuerza en julio y agosto y devolvió buena parte en septiembre). La energía sigue siendo la principal fuente de sustos de inflación, y mientras no haya un acuerdo de fondo en el Golfo la tratamos como un riesgo abierto.

FIGURA 6 · **El oro, de ida y vuelta.** Serie diaria del trimestre, a cierre y no intradía; el último punto es el cierre oficial del informe. La lectura del petróleo queda recogida en la tabla del Panorama. Rentabilidades pasadas que no garantizan rendimientos futuros.



Datos: Yahoo Finance (GC=F), cierre diario; el último punto es el cierre oficial del informe. Elaboración UTTOR. Cierre 30-sep-2026. · Rendimiento histórico, no garantiza resultados futuros.

EL CRITERIO DEL TRIMESTRE

El criterio del trimestre ha sido mantener la prudencia. La subida siguió estrecha, el dinero se encareció y la tregua no se consolidó. El crédito terminó septiembre con diferenciales más amplios, aunque seguía disponible.

06 Escenarios a un trimestre vista.

Tres lecturas para los próximos meses, ordenadas de la que más pesa en nuestra visión a la que menos y pensadas para el caso en que el marco se cumpla, para el que se tuerza y para el que se rompa. Son una jerarquía cualitativa de la casa, sin probabilidades ni objetivos de precio.

ESCENARIO CENTRAL · EL QUE MÁS PESA

Dinero caro, mercado exigente

Los bancos centrales hacen una pausa o una subida más, el plazo largo se queda en la zona alta que alcanzó en septiembre y la bolsa digiere el precio del tiempo con más diferencias entre compañías, sin grandes caídas y sin que los máximos se sostengan solos. La señal de que seguimos aquí es un bono a diez años estable en su zona alta, una volatilidad contenida y un crédito sin tensión añadida. Dentro de este escenario cabe una versión más benigna, la de una inflación que empieza a ceder, un plazo largo que baja con ella y una subida de la bolsa que se reparte entre más compañías.

ESCENARIO DE ESTRÉS

El plazo largo muerde

La inflación sorprende al alza en los próximos meses, el bono a diez años sigue subiendo y la bolsa corrige desde niveles exigentes, con la concentración amplificando la caída porque bastan unos pocos grandes valores para arrastrar al índice. La señal sería pública, con la rentabilidad del bono rompiendo al alza, la volatilidad saliendo de su zona de calma y el diferencial del crédito ampliándose.

ESCENARIO DE COLA · EL MÁS EXTREMO

Doble golpe energético

Una escalada en el Golfo con daño físico prolongado a la producción, al refino o al transporte de energía dispararía el precio de la energía y la inflación y forzaría a los bancos centrales a ir más lejos, con una caída desordenada de los activos de riesgo. El oro y el dólar suelen actuar entonces como contrapesos, aunque no siempre a la vez, porque hay sacudidas de pura liquidez en las que también ceden.

Las barras marcan cuán extremo es cada escenario dentro de esta lectura, en una jerarquía cualitativa de la casa sin probabilidades numéricas.

07 Qué vigilamos.

Un puñado de señales públicas nos dice si el marco se está cumpliendo o empieza a torcerse, y las miramos con el filtro de lo que de verdad cambiaría la lectura.

- **La inflación, con fecha.**
  El IPC de septiembre de Estados Unidos, publicado el 14 de octubre, subió un 0,6 % en el mes y un 3,7 % en doce meses, con la gasolina detrás de más de la mitad del avance mensual y la subyacente (la que excluye alimentos y energía) en el 2,6 %. El 16 de octubre Eurostat confirmó el 3,8 % de la zona euro.
- **El plazo largo y el crédito.**
  Seguimos el bono a diez años y el diferencial de la deuda de alto rendimiento, que en septiembre empezó a ampliarse. Si los dos se mueven a la vez y durante varias semanas, la lectura se endurece.
- **La energía y el Golfo.**
  Mientras no haya un acuerdo de fondo sigue siendo el principal riesgo geopolítico abierto. Ya después del cierre (en los primeros días de octubre) hubo ataques contra aeropuertos saudíes y un petrolero fue alcanzado al norte de Catar, según los avisos marítimos y la prensa internacional, sin información oficial sobre daños en instalaciones petroleras a esa fecha.
- **Los bancos centrales.**
  Lo que importa es si la inflación les da motivos para otra subida o para una pausa.
- **La amplitud y la concentración.**
  Miramos si la subida empieza a repartirse entre más compañías (con las pequeñas y la versión equiponderada del índice como referencia) o si sigue dependiendo de unos pocos.

LO QUE NOS LLEVAMOS

Dos aprendizajes que este número ya incorpora. En julio nos quedamos cortos con el precio del dinero, y por eso es el tema de estas páginas. Y un solo marcador (sin decir cuánto ni durante cuánto tiempo) es poco para medir la complacencia, así que en esta sección la acompañamos del crédito y de la amplitud y pedimos que el movimiento dure.

LOS ARGUMENTOS EN CONTRA · Y DÓNDE NOS DUELEN

El mejor es el del inversor que ha seguido dentro. Los tipos están altos porque la economía y los beneficios aguantan, la bolsa sube porque los beneficios crecen más que los precios (el PER del índice mundial ha bajado en el trimestre) y quien se puso a esperar en julio ha visto al S&P 500 marcar un nuevo máximo en octubre.

> **NUESTRA RESPUESTA**
>
> Con el bono a diez años en el 5,29 % y la bolsa estadounidense a unas 25,7 veces sus beneficios al cierre de septiembre, el margen para que algo salga peor de lo previsto es estrecho, y preferimos llegar a ese momento con criterio a tener que explicarlo después.

El giro de la inflación. Si la inflación cede antes de lo que esperamos, el plazo largo bajaría con ella y buena parte de este número quedaría superada. El dato de septiembre, publicado el 14 de octubre, no apunta todavía en esa dirección, y por eso los próximos pesan tanto.

El coste de la exigencia. Ser más exigente con el precio tiene un coste cuando el mercado sigue subiendo, y el nuevo máximo del S&P 500 del 6 de octubre lo recuerda. Preferimos una rentabilidad algo menor a un riesgo mal pagado.

Información importante.

Comunicación comercial. Aviso legal. Este documento es una **comunicación de carácter comercial** de UTTOR Wealth Management EAFN (Empresa de Asesoramiento Financiero Nacional inscrita en el registro de la CNMV con el n.º 59) y recoge su **visión general de mercado**. Tiene carácter exclusivamente informativo y promocional, y **no constituye asesoramiento en materia de inversión, una recomendación personalizada de inversión, ni una oferta, solicitud o invitación para contratar servicios de inversión o adquirir, transmitir o suscribir instrumentos financieros**. No toma en consideración la situación particular, los objetivos de inversión ni la tolerancia al riesgo de ningún cliente concreto. Asimismo, este documento **no constituye un informe de inversiones ni un análisis financiero** elaborado de conformidad con la normativa destinada a promover la independencia de los análisis de inversión, por lo que no ha sido preparado con arreglo a los requisitos legales dirigidos a garantizar dicha independencia y no está sujeto a las prohibiciones relativas a la negociación previa a su difusión. **No constituye una cartera, una asignación de activos ni un servicio de gestión que UTTOR ejecute por cuenta del cliente.** Cualquier decisión de inversión deberá adoptarse, en su caso, sobre la base de la documentación legal y precontractual correspondiente y tras recibir el asesoramiento personalizado que resulte adecuado a las circunstancias, objetivos de inversión y perfil de riesgo del cliente.

Las opiniones reflejan el juicio de UTTOR a la fecha de cierre indicada y responden al contexto de mercado existente en ese momento, por lo que están **sujetas a cambio sin previo aviso**. **Toda inversión en instrumentos financieros está sujeta a riesgos de mercado y puede dar lugar a pérdidas totales o parciales del capital invertido.** La evolución de los mercados financieros puede afectar negativamente al valor de las inversiones. **Las rentabilidades pasadas no garantizan ni son indicativas de rentabilidades futuras.** Las referencias a mercados, clases de activos, sectores, índices, divisas, tipos de interés, emisores u otros elementos de mercado se realizan con fines informativos y descriptivos y no constituyen, por sí mismas, una recomendación de inversión. Los datos de mercado (niveles, variaciones, composición de índices y operaciones corporativas) proceden de fuentes públicas consideradas fiables, se ofrecen con fines exclusivamente informativos y descriptivos de su evolución pasada, y **no constituyen recomendación sobre ningún valor, índice o instrumento concreto**. Aunque las fuentes utilizadas se consideran fiables, UTTOR Wealth Management EAFN no garantiza la exactitud, integridad o actualización de la información obtenida de terceros. El cierre de los datos corresponde al **30-sep-2026**. Documento dirigido a su destinatario; prohibida su reproducción o distribución sin autorización de UTTOR Wealth Management EAFN.

FUENTES POR TESIS

Bancos centrales · BCE (decisiones del 23-jul y del 10-sep-2026 y tabla oficial de tipos), Reserva Federal (comunicados del 29-jul y del 16-sep-2026, cuadro de previsiones de septiembre y actas publicadas el 7-oct-2026) y Banco de Japón (18-sep-2026, efectos 24-sep) · Deuda pública · Departamento del Tesoro de EE. UU. (curva oficial diaria y serie H.15) y Bundesbank · Inflación · Eurostat (estimación adelantada de septiembre, 2-oct-2026, y dato definitivo, 16-oct-2026) y Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU. (IPC de septiembre, 14-oct-2026) · Composición y valoración del índice mundial · MSCI, factsheets oficiales a 30-jun y a 30-sep-2026 · Valoración del S&P 500 · FactSet (Earnings Insight, 2-oct-2026) · Volatilidad · Cboe (VIX, recuperado de FRED) · Crédito · ICE BofA (diferencial de la deuda de alto rendimiento de EE. UU., recuperado de FRED) · Niveles de la tabla «Panorama» a 30-sep-2026 · S&P 500 y Nasdaq 100 (S&P Dow Jones Indices y Nasdaq, recuperados de la base FRED de la Reserva Federal de San Luis), EuroStoxx 50, IBEX 35, índice dólar, oro y Brent (STOXX, BME, ICE y CME, recuperados del proveedor de datos Yahoo Finance), MSCI World (feed de MSCI recuperado de Yahoo Finance), Treasury (Departamento del Tesoro de EE. UU.), Bund (Bundesbank) y EUR/USD (referencia oficial del BCE) · Energía y Golfo · prensa internacional y avisos marítimos fechados.

METODOLOGÍA

Usamos observaciones fechadas y referencias identificadas por activo. Los tipos de cambio del BCE y la serie del Bundesbank conservan su naturaleza específica, y las series de mercado indican proveedor e instrumento. Índices de renta variable en price return (solo la variación del precio, sin dividendos), renta fija en puntos básicos y materias primas con el futuro de referencia (Brent, futuro de noviembre que vencía el 30-sep, y oro, contrato activo de COMEX con la base de junio reconsultada). Los escenarios son cualitativos y recogen la visión de la casa para el próximo trimestre, sin probabilidades ni objetivos de precio. Fecha de corte de los datos 30-sep-2026; los hechos posteriores que se citan llevan su propia fecha.
Versión pública de octubre de 2026. Respecto a la distribuida a clientes, omite la carta, la revisión de las tesis del número anterior, dos recuadros de criterio de la casa, las lecturas por situación y las referencias al calendario posterior al cierre.

UTTOR

Wealth Management

Un patrimonio, una sola lectura.

ARQUITECTURA ABIERTA · MULTI-CUSTODIA · UNA SOLA LECTURA

info@uttor.es · uttor.es