



Humanizamos tus finanzas

Outlook 2026 – 2.º semestre

Perspectivas económicas y financieras

Junio de 2026

Outlook 2026 – 2.º semestre

■	Introducción.....	3
■	Catalizadores y condicionantes de los escenarios.....	4
■	Escenarios 2026.....	5
■	Otros factores de riesgo.....	8
■	<i>Asset allocation</i>	10
■	Resumen de estimaciones para 2026.....	11.....
■	Temas de inversión.....	14
■	Análisis económico.....	23
■	Análisis financiero.....	32

El primer semestre de 2026 ha sido uno de los más intensos y complejos desde el punto de vista geopolítico de las últimas décadas. Estados Unidos, bajo la Administración Trump, depuso al presidente venezolano, tensionó las relaciones con los aliados de la OTAN en torno a Groenlandia y al aumento del gasto en defensa, abrió un nuevo conflicto en Oriente Medio y siguió avanzando en su acercamiento a China.

El ataque de Estados Unidos e Israel a Irán llevó al país a cerrar el estrecho de Ormuz al tráfico marítimo, lo que supuso **el mayor shock de oferta de la historia en los mercados energéticos**, con importantes repercusiones para otros suministros globales (fertilizantes, aluminio, helio, etc.). El impacto en los precios del crudo fue sustancial, aunque se moderó especialmente a partir de la firma del Memorando de Entendimiento entre Estados Unidos e Irán el pasado 17 de junio. El acuerdo contempla la reapertura del estrecho de Ormuz a todo el tráfico marítimo y el levantamiento de las sanciones al sector financiero y petrolífero de Irán. La tregua de 60 días debería servir para negociar un acuerdo sobre el programa nuclear de Irán, aunque las partes implicadas consideran que el plazo es demasiado corto.

El conflicto ha causado un importante aumento de la inflación, se ha reflejado en los principales indicadores de confianza de empresas y hogares y ha supuesto significativas correcciones bursátiles, repuntes de la deuda soberana y ampliaciones de las primas de riesgo. La respuesta de los bancos centrales ha consistido en subidas del tipo rector (p. ej., el BCE y el Banco de Japón) o en un giro hacia un discurso más proclive a nuevas subidas del tipo rector (p. ej., la Fed y el Banco de Inglaterra). Sin embargo, la relajación del precio del crudo durante el mes de junio ha supuesto cierto alivio para los mercados financieros y para las perspectivas económicas, y las previsiones de actividad han dejado de revisarse a la baja.

De cara a los próximos meses, **la magnitud del impacto sobre la actividad dependerá de la duración y la profundidad del conflicto, cuyos efectos se trasladarán a la economía global a través de la evolución del tráfico en el estrecho de Ormuz y del precio del petróleo**. Aunque los precios de la energía son ahora, en nuestro escenario central, más elevados que unos meses atrás, la firma del Memorando de Entendimiento aporta un elemento de optimismo que limita los riesgos de recesión en las principales economías. Nuestro escenario incorpora una ligera revisión a la baja, de unas pocas décimas, respecto a las previsiones y los ritmos de crecimiento de comienzos de 2026. Esta valoración se sustenta en varios factores. Por un lado, la dependencia de la economía mundial de los combustibles fósiles procedentes de Oriente Medio se ha reducido progresivamente durante las últimas décadas, al tiempo que numerosos países han diversificado y equilibrado sus fuentes de energía. Por otro, tal y como hemos señalado en informes anteriores, las principales economías desarrolladas cuentan con fundamentos sólidos —entre ellos, unos niveles relativamente contenidos de endeudamiento privado— que contribuyen a amortiguar el impacto de la guerra sobre el consumo, la inversión y el comercio internacional. Los mercados financieros, por su parte, encontrarán apoyo en unas condiciones financieras todavía relativamente favorables, en el crecimiento de los beneficios empresariales y en la continuidad de las inversiones vinculadas al desarrollo de la inteligencia artificial.

En la parte final del año, la atención se centrará en la evolución de las negociaciones entre Estados Unidos e Irán, las elecciones de mitad de mandato en Estados Unidos y la resiliencia del cuadro macroeconómico en un escenario geopolítico volátil, pero respaldado por un entorno financiero constructivo.

En este informe analizamos el entorno económico, financiero y geopolítico actual, así como sus implicaciones para las distintas clases de activos financieros.



Estados Unidos: deterioro institucional	La Administración Trump promueve la concentración del poder en el ejecutivo frente al legislativo a través de la invocación de poderes no siempre justificados (p. ej., los aranceles IEEPA, que tuvieron que ser retirados) y evita pedir autorización al Congreso (p. ej., se ha evitado calificar de «guerra» el conflicto con Irán, ya que la declaración de guerra corresponde al Congreso). Con ello, la Administración erosiona las bases del Estado de derecho e introduce arbitrariedad en la gestión y aplicación de las políticas públicas.
Estados Unidos: impulso del ciclo económico	La economía muestra señales crecientes de vulnerabilidad , como, por ejemplo, una tasa de ahorro reducida , una inflación relativamente elevada que limita el poder adquisitivo de los hogares y una inversión empresarial débil fuera de la IA. La política fiscal es claramente expansiva, mientras que la monetaria está próxima a la neutralidad. En busca del impulso económico, el Gobierno puede promover un reapalancamiento del sector privado (hipotecas, incentivos, etc.).
Europa: retos estructurales, pero soluciones coyunturales	Los informes Draghi y Letta constituyen un diagnóstico acertado y preocupante de los retos estructurales a los que se enfrenta la UE. Las medidas necesarias son sustanciales y requieren un notable grado de coordinación entre los Estados miembros y entre estos y la propia UE. Para evitar el bloqueo, la UE debe modificar los requisitos de unanimidad que han limitado la implementación de iniciativas anteriores. La relajación de las normas fiscales en la UE, la reforma del freno fiscal en Alemania y los compromisos de mayor gasto en defensa e infraestructuras suponen un impulso a corto plazo que debe aprovecharse en todos los niveles para promover las reformas estructurales necesarias .
Inteligencia artificial: carrera inversora	La IA impulsa la actividad económica en Estados Unidos a través de la inversión en <i>capex</i> y con la promesa de mejoras de productividad. La capacidad de rentabilizar los elevados volúmenes de inversión , financiados de forma incipiente con deuda, en una industria caracterizada por una depreciación rápida y una creciente competencia, puede resultar compleja, especialmente para aquellas empresas que no emerjan con un producto diferenciado que permita ampliar la base de clientes o incrementar los precios finales.
Desigualdad: la economía en forma de K	Las dinámicas empresariales y sociales dan lugar a desigualdades crecientes . En Estados Unidos, el tramo alto de la distribución de la renta concentra una proporción cada vez mayor de la riqueza y del consumo y se ve favorecido por la buena evolución de la bolsa y de otros activos financieros. En China, el tejido empresarial se tensiona entre la buena evolución de los sectores de nuevas tecnologías (vehículo eléctrico, IA, etc.) y el débil desempeño de los sectores de baja tecnología y del sector inmobiliario. En el ámbito social, la desigualdad genera tensiones políticas; en el ámbito empresarial, complica la lectura e interpretación de los agregados económicos.



Base Probabilidad 60 %

Pesimista Probabilidad 20 %

Optimista Probabilidad 20 %

	Acuerdo de mínimos entre Estados Unidos e Irán Apertura gradual del estrecho de Ormuz	Nueva escalada del conflicto en Oriente Medio Cierre selectivo del estrecho de Ormuz	Acuerdo nuclear entre Estados Unidos e Irán Normalización del estrecho de Ormuz
Situación económica	Resiliencia de Estados Unidos. Desaceleración moderada de la zona euro y de China.	Impacto negativo sobre el crecimiento económico de Estados Unidos, la zona euro y China.	Aceleración del crecimiento económico ante el impulso de la IA y la expansión fiscal.
Inflación	Moderación de la inflación después de un repunte inicial.	Nuevas presiones inflacionistas provocadas por los precios energéticos y de los alimentos.	Rápida moderación de la inflación.
Fiscalidad	Expansión fiscal en Estados Unidos y creciente foco en la fiscalidad en los países con mayores déficits.	Fuerte expansión fiscal para compensar la desaceleración económica. Algunos países pierden acceso a los mercados de deuda.	El mayor dinamismo económico permite una consolidación fiscal sin ajustes.
Bancos centrales	Posible subida adicional por parte del BCE. Neutralidad de la Fed.	Política monetaria restrictiva por parte de los principales bancos centrales.	Neutralidad de los bancos centrales.
Condiciones financieras	Episodios de volatilidad provocados por la incertidumbre del proceso de negociación entre Estados Unidos e Irán.	Muy adversas. Mal comportamiento de los activos de riesgo.	Favorables. Moderación de las primas de riesgo.
Geopolítica	Incertidumbre elevada, con foco en el proceso de negociación en Oriente Medio. Riesgo de tensiones derivadas del acuerdo de mínimos.	Desequilibrio en Oriente Medio. Fragmentación mundial. Tensiones entre Estados Unidos y China.	Fin de los conflictos en Oriente Medio y en Ucrania. Acuerdos comerciales entre Estados Unidos y China. Avances en la construcción europea.



	Base Probabilidad 60 %	Pesimista Probabilidad 20 %	Optimista Probabilidad 20 %
	Acuerdo de mínimos entre Estados Unidos e Irán Apertura gradual del estrecho de Ormuz	Nueva escalada del conflicto en Oriente Medio Cierre selectivo del estrecho de Ormuz	Acuerdo nuclear entre Estados Unidos e Irán Normalización del estrecho de Ormuz
Sentimiento inversor	Razonable, aunque la incertidumbre provocará episodios de volatilidad.	Muy negativo. Elevada aversión al riesgo y aumento de las primas por plazo y por riesgo.	Positivo. Entorno de <i>risk-on</i> .
Renta fija soberana	Moderada presión al alza de las rentabilidades por las políticas fiscales expansivas.	Fuerte presión al alza de las rentabilidades por la política monetaria restrictiva de los bancos centrales y la fuerte expansión fiscal.	Rentabilidades estables o a la baja en un contexto de crecimiento económico favorable.
Renta fija corporativa	Apoyo a los diferenciales de crédito por la solvencia financiera empresarial.	Ampliación de los diferenciales de crédito y deterioro de la calidad crediticia.	Compresión de los diferenciales de crédito.
Renta variable	Evolución razonable, dada la continuidad del crecimiento de los BPA, la expansión fiscal y la continuidad de la temática inversora en IA.	Fuertes correcciones por la incertidumbre geopolítica, la mayor inflación y la política monetaria restrictiva de los bancos centrales.	Evolución positiva de la renta variable, en especial de sectores procíclicos y de mayor riesgo. Aceleración de los BPA.
Divisas	Relativa estabilidad del dólar estadounidense por la moderación de la prima geopolítica.	Apreciación del dólar estadounidense por el efecto refugio.	Estabilidad en los principales cruces. Buen comportamiento del euro y de las divisas emergentes.
Materias primas	Presión a la baja sobre el petróleo por la progresiva normalización del mercado.	Fuerte alza del crudo y de otras materias primas energéticas. Aumento del precio del oro.	Corrección de los precios energéticos y recuperación de otras materias primas. Moderación del dinamismo del precio del oro.

Pesimista

20 %

Conflicto

- ▶ Caída del crecimiento
- ▶ Subida de tipos
- ▶ Fiscalidad expansiva y dudas fiscales
- ▶ Tensión en las condiciones financieras

Corrección y *risk-off*

Base

60 %

Acuerdo de mínimos

- ▶ Moderación en la zona euro y China; EE. UU., resiliente
- ▶ Neutralidad de la Fed
- ▶ Menor volatilidad e incertidumbre

Constructivo

Optimista

20 %

Acuerdo nuclear

- ▶ Reducción de la prima geopolítica
- ▶ Moderación de la inflación
- ▶ Recuperación de los ritmos de crecimiento

***Risk-on* en activos de riesgo**

Presión sobre la deuda soberana	Las curvas de deuda soberana se desplazan fuertemente al alza, especialmente en sus tramos más largos, en un contexto de creciente oferta de deuda pública y mayores primas ante una base compradora más sensible al precio. Los Estados reaccionan desplazando sus emisiones hacia los tramos más cortos para reducir el coste financiero de la deuda, aunque a costa de aumentar los riesgos de refinanciación. Ante episodios de volatilidad, los tipos de interés repuntan de forma destacada y los emisores soberanos encuentran dificultades para colocar deuda, tanto nueva como la correspondiente a vencimientos. La respuesta pasa por un ajuste fiscal abrupto con consecuencias económicas adversas o por una intervención en los mercados financieros, posiblemente a través de los bancos centrales, allí donde sea posible.
Crisis en China	La caída de los precios inmobiliarios, un entorno desinflacionario y una deuda elevada generan una demanda interna anémica, que el país trata de compensar mediante el dinamismo industrial y del sector exterior. Una crisis doméstica asociada a la gestión de los activos inmobiliarios deteriorados o un <i>shock</i> adverso al sector exterior pueden forzar al Gobierno a adoptar medidas coordinadas de impulso fiscal y monetario, especialmente en crédito. Los problemas en China lastrarían la actividad y el ciclo económico global.
Eventos climáticos	La frecuencia y el impacto crecientes de los eventos climáticos extremos generan un aumento de los costes públicos y privados asociados. Los fuertes incrementos de las primas de seguros para determinados activos y zonas geográficas provocan cambios de valoración (p. ej., caídas de precios inmobiliarios, deuda corporativa y deuda pública subnacional). La intervención pública es costosa pero insuficiente.
Conflictos armados	Los conflictos bélicos pueden provocar fuertes aumentos de los precios de las materias primas, especialmente las energéticas. El conflicto entre Ucrania y Rusia y la intervención de Estados Unidos en Venezuela tienen el potencial de generar un impacto en el precio del crudo y hacerlo repuntar, especialmente si las acciones y las sanciones afectan a la infraestructura petrolífera o a la capacidad de los actores implicados para hacer llegar su producción a los mercados globales.
Computación cuántica	Los desarrollos en computación cuántica permiten superar los límites criptográficos en los que se basan las tecnologías de registro distribuido propias de un buen número de criptoactivos, incluido el propio bitcoin. Ello da lugar a la reevaluación de los criptoactivos, incluso aquellos respaldados por activos financieros seguros (<i>stablecoins</i>), con implicaciones para los activos financieros en general.

Crisis del dólar	La voluntad de los países de reducir su vinculación comercial y financiera con Estados Unidos y el deterioro institucional del país contribuyen a la salida de inversores de los activos y mercados financieros estadounidenses. La rotación de carteras supone una reducción de la exposición al dólar estadounidense, lo que provoca una fuerte depreciación del dólar y un mal comportamiento de los activos denominados en dólares. A pesar de la depreciación del dólar, las condiciones financieras internacionales se endurecen de forma abrupta.
Valoraciones e inversiones de las tecnológicas	Las valoraciones de las grandes compañías tecnológicas , especialmente las estadounidenses, se ven cuestionadas por la creciente competencia en el sector, la aparición de nuevos modelos de IA más eficientes o las dudas sobre la capacidad de las empresas para rentabilizar las inversiones previstas. Ello puede dar lugar a ajustes marcados en sus cotizaciones, con implicaciones para el conjunto de los activos de riesgo en los mercados financieros, además de suponer recalibraciones abruptas de los planes de <i>capex</i> de estas empresas, que han actuado como un factor de apoyo a la actividad económica en los últimos trimestres.
Intermediación financiera no bancaria	Los mercados financieros han experimentado un aumento del número de participantes y de productos no tradicionales, incluidos instrumentos no cotizados en mercados centralizados (p. ej., <i>private debt</i> y <i>private equity</i>) y participantes no bancarios o sujetos a una regulación menos exigente que la de los participantes tradicionales. Estos mercados y participantes pueden verse forzados a liquidaciones desordenadas en caso de un endurecimiento abrupto de las condiciones financieras.
Condiciones financieras	Los países emergentes siguen expuestos a la evolución de los mercados financieros tanto para la financiación de sus emisores soberanos como para la de sus empresas, por lo que un endurecimiento de las condiciones de financiación, especialmente en el mercado en dólares, puede tener consecuencias especialmente relevantes para los países más endeudados o vulnerables.
Criptoactivos	A pesar de la creciente regulación y participación de los inversores tradicionales, este ámbito sigue siendo susceptible a la volatilidad asociada al contexto económico y financiero, así como a factores propios, como disrupciones tecnológicas, nuevas regulaciones o episodios de ciberataques. Estos factores pueden provocar una pérdida de confianza en el universo de cryptoactivos y fuertes caídas de sus cotizaciones, con un impacto más generalizado sobre otras infraestructuras del sistema financiero.

Asset allocation

El *asset allocation* refleja la actualización trimestral de nuestro posicionamiento para los próximos 12 meses en las distintas clases de activos financieros.

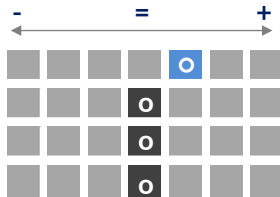
RENTA VARIABLE



NEUTRAL

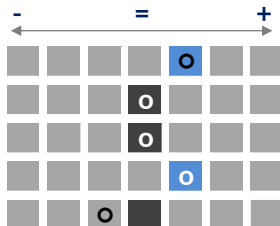
ZONA GEOGRÁFICA

EE. UU.
EUROPA
EMERGENTES
ESPAÑA



ESTILOS

GROWTH
VALUE
CÍCLICO
DEFENSIVO
SMALL CAPS

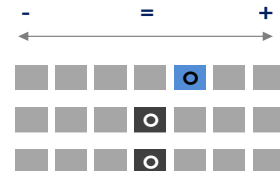


CRÉDITO



SOBREPONDERAR

INVESTMENT GRADE
HIGH YIELD
RF EMERGENTE

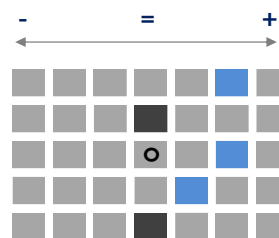


DEUDA PÚBLICA



SOBREPONDERAR

EE.UU. corto plazo
EE.UU. largo plazo
EUROPA corto plazo
EUROPA largo plazo
ESPAÑA prima riesgo

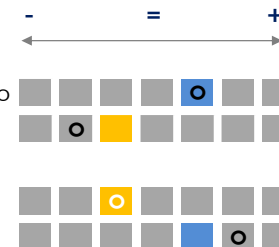


OTROS



NEUTRAL

RETORNO ABSOLUTO
MONETARIO



USD
ORO



Infraponderar

Neutral

Sobreponderar

○ Visión previa

Resumen de estimaciones para 2026 – 2.º semestre

		Geografía	Periodo	Actual (junio 26)	Cierre de 2026
Economía	Crecimiento del PIB (Anualizado)	Estados Unidos	1T 26	2,6 %	2,3 %
		Eurozona	1T 26	0,8 %	1,1 %
		España	1T 26	2,7 %	2,1 %
	Inflación (Anualizada)	Estados Unidos	Mayo 26	3,8 %	3,2 %
		Eurozona	Mayo 26	3,2 %	2,6 %
		España	Mayo 26	3,2 %	3,0 %
Bancos centrales	Tipo <i>Fed funds</i>	Estados Unidos	Junio 26	3,50 %	3,50-3,75 %
	Tipo de depósito del BCE	Eurozona	Junio 26	2,25 %	2,25-2,50 %
Renta fija	Rentabilidad de la deuda a 10 años	Estados Unidos	Junio 26	4,45 %	4,25-4,50 %
		Alemania	Junio 26	2,90 %	2,75-3,00 %
		España	Junio 26	3,40 %	3,25-3,50 %
	<i>Spread</i> de crédito IG	Eurozona	Junio 26	52	50-75
Renta variable	S&P 500	Estados Unidos	Junio 26	7.450	Sobreponderar
	Euro Stoxx 50	Eurozona	Junio 26	6.100	Neutral
	IBEX 35	España	Junio 26	18.450	Neutral
	MSCI EM	Emergentes	Junio 26	1.735	Neutral
Divisas	EUR/USD		Junio 26	1,16	1,15-1,20

Estimaciones económicas (PIB e inflación) basadas en previsiones del FMI (WEO, abril de 2026), del BCE y de la Comisión Europea.

Los mercados financieros en el 1.º semestre de 2026

Los mercados emergentes y las materias primas lideran el comportamiento de los activos financieros.



Comportamiento de los activos financieros en el 1.º semestre de 2026

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
US Treasury Gov. EM	MSCI EM Global HY	Gold Real Estate	Inflation Link. Gold	Real Estate Global HY	MSCI Japan Nasdaq	Real Estate Nasdaq	MSCI Japan Real Estate	US HY Global HY	MSCI China MSCI EM	Gov. EM Gov. Euro	Nasdaq S&P 500	Nasdaq MSCI China	Real Estate Commodities	Commodities Gold	Nasdaq MSCI Japan	Nasdaq Gold	Gold MSCI EM	MSCI EM Commodities
Gov. Euro	MSCI China	Nasdaq	US Treasury	MSCI Japan	S&P 500	Gov. EM	Nasdaq	Commodities	Nasdaq	US Treasury	MSCI Europe	Gold	S&P 500	MSCI Japan	S&P 500	MSCI China	MSCI China	Commodities
Euro IG	US HY	Commodities	EM Sovereign	MSCI China	MSCI Europe	Gov. Euro	MSCI Europe	S&P 500	S&P 500	Euro IG	Real Estate	S&P 500	MSCI Europe	US HY	Global HY	MSCI Japan	MSCI Japan	Nasdaq
Gold	Nasdaq	US HY	US Aggregate	EM Sovereign	US HY	EM Sovereign	Gov. Euro	EM Sovereign	MSCI Japan	US Aggregate	MSCI China	Global HY	MSCI Japan	US HY	MSCI Europe	MSCI China	Nasdaq	S&P 500
US Aggregate	EM Sovereign	US HY	US Aggregate	Nasdaq	Global HY	Euro IG	Gov. Euro	MSCI EM	Gold	Gold	Gold	Inflation Link.	MSCI Japan	US Treasury	Gold	Global HY	S&P 500	Real Estate
US IG	Real Estate	Global HY	US HY	MSCI EM	US HY	Gov. EM	MSCI Japan	EM Sovereign	Global HY	US HY	MSCI Japan	Global IG	US HY	Global HY	MSCI Europe	US HY	MSCI Europe	Real Estate
Global IG	MSCI Europe	S&P 500	Global IG	MSCI EM	Euro IG	US IG	Euro IG	Nasdaq	EM Sovereign	US IG	MSCI EM	US IG	Inflation Link.	US Aggregate	EM Sovereign	EM Sovereign	EM Sovereign	Gold
Inflation Link.	Gold	EM Sovereign	Gov. Euro	S&P 500	Gov. Euro	EM Sovereign	US Treasury	US IG	Global IG	Global IG	US IG	US Treasury	Global HY	US IG	Global IG	MSCI Europe	Global HY	Global HY
EM Sovereign	S&P 500	US IG	Gov. EM	MSCI Europe	MSCI China	US Aggregate	US Aggregate	Real Estate	Inflation Link.	Real Estate	US HY	US Aggregate	US IG	Global IG	US IG	MSCI EM	Commodities	Inflation Link.
US HY	Commodities	MSCI Europe	Euro IG	Euro IG	Global IG	US Treasury	US IG	Inflation Link.	US HY	Nasdaq	EM Sovereign	US HY	US Aggregate	Euro IG	Euro IG	Real Estate	Global IG	US HY
Global HY	US IG	US Aggregate	Global HY	Gov. EM	US IG	MSCI China	S&P 500	Global IG	MSCI Europe	Global HY	Global HY	Global HY	US Treasury	EM Sovereign	Gov. Euro	Euro IG	Inflation Link.	EM Sovereign
Commodities	Global IG	US Treasury	S&P 500	Global IG	US Aggregate	MSCI Europe	Global IG	Euro IG	US IG	US IG	Inflation Link.	Global IG	EM Sovereign	Gov. Euro	Gov. Euro	US IG	US HY	Euro IG
S&P 500	Inflation Link.	Global IG	Nasdaq	Gov. Euro	Inflation Link.	Global IG	US HY	Gov. EM	US Aggregate	US Treasury	EM Sovereign	US Aggregate	EM Sovereign	Euro IG	Gov. EM	MSCI EM	US IG	Gov. Euro
Nasdaq	MSCI Japan	Inflation Link.	Real Estate	US IG	Inflation Link.	Global IG	Inflation Link.	US Aggregate	Commodities	S&P 500	US Treasury	Inflation Link.	Gov. Euro	Global IG	S&P 500	Inflation Link.	US Aggregate	Gov. EM
MSCI Japan	Euro IG	MSCI China	MSCI Europe	Inflation Link.	Real Estate	US HY	Inflation Link.	US Aggregate	Commodities	Commodities	Commodities	Gov. Euro	Gov. Euro	Gov. Euro	MSCI EM	US Aggregate	US Treasury	US IG
MSCI Europe	US Aggregate	Euro IG	Commodities	Gold	MSCI EM	Global HY	MSCI China	US Treasury	Euro IG	MSCI Europe	Gov. EM	Euro IG	Gov. EM	Real Estate	US Treasury	Global IG	Euro IG	Global IG
Real Estate	Gov. Euro	Gov. EM	MSCI China	US Aggregate	EM Sovereign	Gold	Gold	MSCI Europe	Gov. Euro	MSCI EM	Gov. Euro	Commodities	Gold	Inflation Link.	Real Estate	US Treasury	Gov. Euro	US Aggregate
MSCI China	Gov. EM	Gov. EM	MSCI EM	US Treasury	Commodities	MSCI EM	MSCI EM	MSCI China	Gov. EM	MSCI Japan	Gov. EM	MSCI Europe	MSCI China	MSCI China	Commodities	US Treasury	Gov. EM	US Treasury
MSCI EM	US Treasury	MSCI Japan	MSCI Japan	Commodities	Gold	Commodities	Commodities	MSCI Japan	Real Estate	MSCI China	Commodities	Real Estate	MSCI China	Nasdaq	MSCI China	Inflation Link.	Real Estate	MSCI China

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Datos a 30/05/2026.

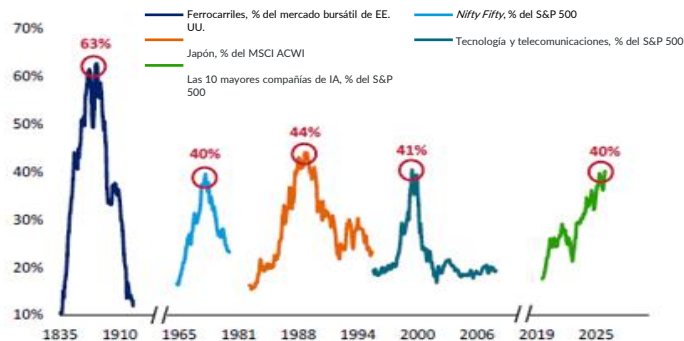
Rentabilidad positiva

Rentabilidad negativa

- **Asia y los mercados emergentes lideran las rentabilidades.** La renta variable emergente continúa sobresaliendo, con Asia como principal motor. Corea y Taiwán destacan por su exposición a semiconductores, inteligencia artificial y cadenas de suministro, mientras que Japón mantiene una evolución sólida, apoyada en los beneficios empresariales y en unos datos macroeconómicos mejores de lo esperado.
- **Las materias primas lideran, aunque con mayor volatilidad,** impulsadas por el conflicto entre Irán y EE. UU., por las restricciones de oferta derivadas del cierre del estrecho de Ormuz y por la demanda estructural ligada a la electrificación, los centros de datos y la industria tecnológica.
- **«Carry is King»** continúa siendo la idea dominante en renta fija. El crédito sigue ofreciendo un mejor comportamiento relativo que el de la deuda soberana tradicional gracias al cupón elevado y a unos fundamentales corporativos todavía sólidos.
- ✗ Por el lado negativo, **China y la deuda gubernamental continúan rezagadas.** La debilidad de algunos indicadores chinos, la incertidumbre sobre la inflación y los tipos de interés explican que estas áreas permanezcan rezagadas.

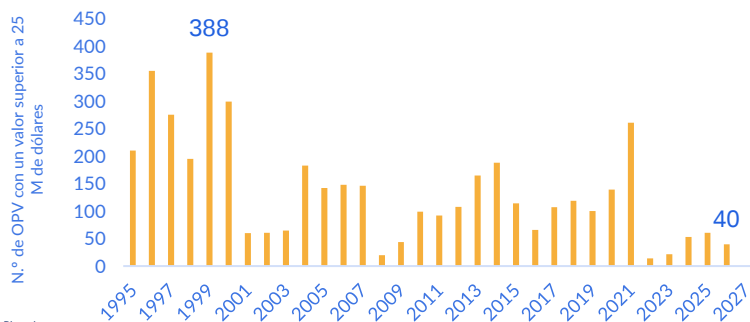
Los mercados financieros en el 1.º semestre de 2026

La concentración en los índices empieza a ser extrema



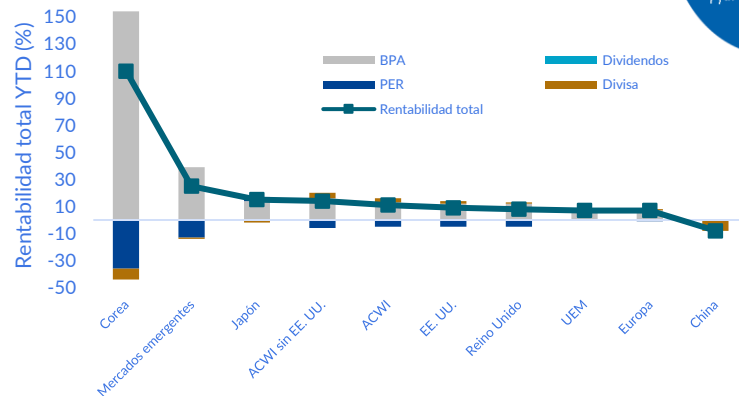
Fuente: Bank of America.

Las OPV pueden provocar más euforia en el mercado



Fuente: Bloomberg.

Compresión de múltiplos en los índices globales



La volatilidad del precio del petróleo añade presión al escenario global



Fuente: Bloomberg.

Temas de inversión

Elecciones de mitad de mandato en Estados Unidos: la clave para la segunda parte de Trump 2.0

Trump y el Partido Republicano llegan a la contienda electoral con la popularidad en mínimos.



El 3 de noviembre se renovarán la Cámara de Representantes y un tercio del Senado.

Los conflictos sobre el redibujo de distritos electorales en diversos estados (*gerrymandering*) están centrando la atención política. Ambos partidos están buscando mapas electorales más favorables para sí mismos y los casos se están discutiendo ante los tribunales supremos estatales y el federal.

Una victoria que diese el control de ambas cámaras al Partido Demócrata supondría un **freno a la agenda de la Administración Trump**. En esta primera parte de su mandato, Trump ha actuado sin obtener la aprobación del Congreso, incluso en aspectos considerados competencia de este (por ejemplo, se ha evitado calificar de «guerra» el conflicto con Irán, ya que ello requiere la aprobación del Congreso). **Un proceso de impeachment parece lejano**, dada la necesidad de una mayoría de dos tercios en el Senado y la elevada fidelidad demostrada por los representantes del Partido Republicano durante el segundo mandato de Trump.

Un Congreso de mayoría demócrata haría que el poder legislativo tuviera un papel más relevante en aspectos como los conflictos exteriores, los aranceles y la política fiscal, y obligaría al poder ejecutivo a obtener su autorización para iniciar nuevas acciones de política comercial y para gestionar el presupuesto público.

Impopularidad de Trump: fortalezas que ahora son debilidades



Los demócratas pueden controlar ambas cámaras legislativas



Cámara de Representantes



Senado

Fuentes: Silver Bulletin y Polymarket.

Irán: su duración resultará clave para determinar su impacto, moderado hasta la fecha

El conflicto ha resultado excesivamente costoso en el plano político (popularidad) y en el económico para Estados Unidos.



El conflicto con Irán ha supuesto un error de cálculo por parte de Estados Unidos y de Israel. La mayor resistencia mostrada por el país persa, incluido el control del tráfico en el estrecho de Ormuz, ha dado lugar a un *shock* de oferta global por su impacto en los flujos y en el precio del petróleo y de otras materias primas. Desde el punto de vista macroeconómico, el lastre para la actividad y el impulso a la inflación dependerán de cuánto se prolongue el conflicto y del aumento del precio del petróleo.

El principal riesgo de la tregua de mediados de junio radica en su implementación. El acuerdo contempla unos términos relativamente favorables para Irán (levantamiento de las sanciones financieras y petrolíferas y un lenguaje que parece otorgarle control parcial sobre el tráfico en el estrecho de Ormuz) y requiere el fin de las hostilidades en todos los escenarios, incluido el Líbano, donde Israel ha seguido llevando a cabo operaciones militares.

Estados Unidos buscará dar por cerrado el conflicto con un acuerdo de mínimos sobre el programa nuclear iraní, que puede incluir la destrucción o dilución de la calidad del programa hasta niveles por debajo del grado militar y más propios de la generación eléctrica. Trump buscará evitar nuevos aumentos del precio de la energía que provoquen repuntes de la inflación y de los tipos de interés que puedan lastrar su popularidad de cara a las elecciones de mitad de mandato.

El precio del petróleo se ha moderado, pero sigue elevado



La gasolina se ha encarecido



Fuentes: Trading Economics y FRED.

Estados Unidos: renuncia y pérdida de la hegemonía global

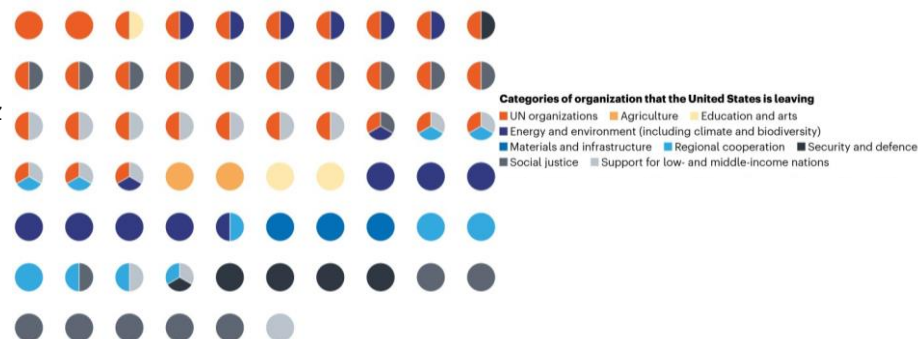
La tendencia no es nueva y ya se puede identificar desde el mandato de Obama, pero Trump actúa como acelerador.

El conflicto con Irán ha confirmado la supremacía militar de Estados Unidos, pero, al mismo tiempo, también ha evidenciado su retirada como líder hegemónico global. Esta posición requiere la provisión de bienes públicos globales (defensa, arquitectura institucional, etc.), lo que incluye la defensa de las rutas comerciales, una función que Estados Unidos no se ha mostrado capaz de desempeñar. Una política de comunicación errática y crítica con los aliados tradicionales ha provocado que las peticiones de ayuda, incluidas las dirigidas a la OTAN y la ONU, no hayan recibido una respuesta digna.

En el ámbito global, la pérdida de influencia de Estados Unidos favorecerá el ascenso de nuevas alianzas comerciales, económicas y militares entre antiguos aliados. China se perfila como un garante del orden internacional y del respeto a los acuerdos.

La rivalidad estratégica de Estados Unidos con China se ha «trumpeado». Ante la dificultad de desacoplar la economía de Estados Unidos de China a corto plazo, la Administración Trump ha optado por una estrategia selectiva de concesiones mutuas. China puede ofrecer elementos clave desde el punto de vista económico (como la venta de tierras raras necesarias para las industrias de alta tecnología) y desde el punto de vista político (como la compra de productos agrícolas). A cambio, China busca obtener acceso al diseño de chips de Estados Unidos y, en el plano político, una posición menos proclive a la defensa de la independencia de Taiwán.

Estados Unidos abandona las instituciones multilaterales



Una estrategia política errática y contradictoria



Donald Trump warns NATO over failing to help US in Iran



Fuentes: *The New York Times* y otros medios.

La Fed bajo Warsh: pendiente de su relación con la Casa Blanca

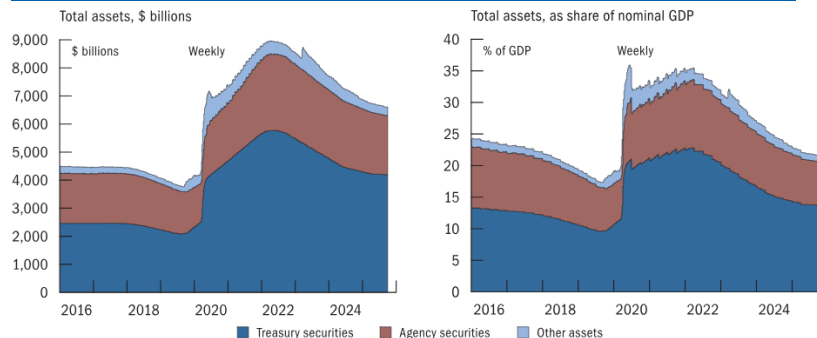
Warsh es cercano a los postulados de Trump, aunque ha insistido en su voluntad de defender la independencia de la Fed.

Tras superar las votaciones correspondientes en el Senado, **Kevin Warsh fue nombrado presidente de la Fed**, en sustitución del presidente saliente, Jerome Powell. Las tres áreas prioritarias de Warsh durante su mandato serán:

1. Un **nuevo régimen de comunicación** que favorezca una mayor predictibilidad de la política y una menor dependencia de los datos.
2. **Cambio de la medida de inflación objetivo**, del deflactor subyacente del consumo privado a una medida ponderada de inflación que elimine los movimientos más extremos.
3. **Reducción del balance de la Fed.**

El auténtico reto de Kevin Warsh será la defensa de la independencia de la Fed respecto de la influencia política de la Casa Blanca, un compromiso que él mismo ha reiterado, a pesar de hallarse ideológicamente cercano a Trump, quien lo ha nombrado. A corto plazo, una tasa de inflación muy por encima del objetivo de la Fed, que sugeriría la necesidad de subidas del tipo rector, **puede ser objeto de críticas y presiones por parte del propio Trump**. A más largo plazo, la política de expansión fiscal seguida por Trump –y por otros ejecutivos– supone un reto para **limitar la dominancia fiscal** (en otras palabras, la supeditación de la política monetaria a la fiscal) y preservar la independencia de la Fed.

Antes de Warsh, el balance de la Fed había frenado su caída



Reducción drástica del comunicado posterior a la reunión de la Fed



Fuentes: Fed y Semafor.

Aranceles: necesariamente sectoriales y más reducidos

Las nuevas presiones políticas para ajustar los aranceles mantendrán elevada la incertidumbre sobre la política comercial.



En EE. UU., los aranceles impuestos al amparo de la legislación IEEPA —los anunciados el Liberation Day— fueron suspendidos por el Tribunal Supremo.

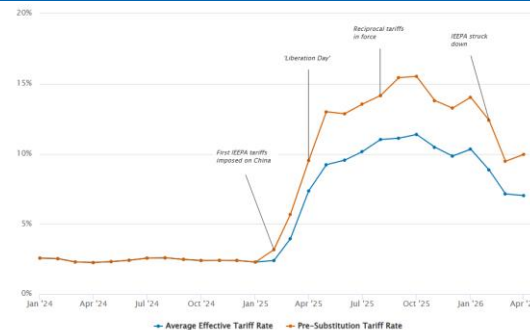
Ello también impide los aranceles específicos por país sin una investigación previa, lo que limita su uso como amenaza, una opción muy habitual por parte del presidente Trump. La devolución de los aranceles recaudados y la pérdida de ingresos futuros suponen un reto para las cuentas públicas, en especial tras la aprobación y prórroga de medidas de expansión fiscal cuya financiación dependía de los ingresos por aranceles.

En respuesta a la suspensión, la Administración Trump anunció un arancel universal del 10 %, que pretendía elevar al 15 %. Este arancel vence en julio de 2026 y su prórroga depende de la aprobación por parte de la Cámara de Representantes, que está en duda.

La Administración también ha iniciado investigaciones sobre la posible **imposición de aranceles sectoriales que afectarían a la UE, a China y a otros países asiáticos** por posibles excesos de capacidad industrial, y a un grupo más amplio de países por el uso de trabajo forzado en la producción.

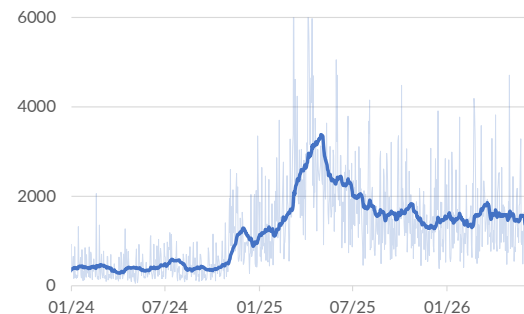
Es importante señalar que el Gobierno **Trump ha adoptado una visión más pragmática sobre los aranceles:** elimina cuotas y reduce las tasas sobre ciertos productos sujetos a presiones sobre los precios o con una carga política relevante (p. ej., la ternera).

El arancel medio efectivo se aleja de los máximos



Arancel medio de Estados Unidos

Incertidumbre elevada, aunque lejos del Liberation Day



Índice diario de incertidumbre sobre la política comercial

Fuentes: Penn y Trade Uncertainty.

Dólar: un liderazgo reticente sostenido por la falta de alternativas claras

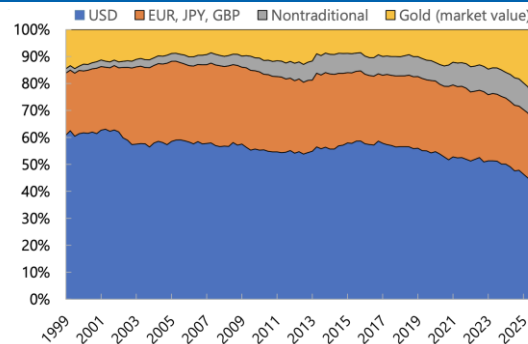
Las transiciones entre divisas de referencia en el sistema financiero internacional son lentas, complejas y graduales.

El dólar se mantiene como la divisa central del sistema financiero global y de los mercados financieros. Sin embargo, su supremacía muestra grietas en dimensiones como las reservas internacionales, en las que su peso se ha reducido de forma significativa. El uso de herramientas financieras como elemento de presión por parte de Estados Unidos en respuesta a conflictos geopolíticos supone un riesgo que los países buscan evitar mediante inversiones y el uso de sistemas alternativos. Por ejemplo, tras la invasión rusa de Ucrania, se bloqueó el acceso de algunos bancos rusos al sistema SWIFT, se congelaron hasta 300.000 millones de dólares en reservas rusas y se limitó el acceso de los activos rusos a los mercados financieros de Estados Unidos.

Las alternativas son imperfectas: (i) el euro, por la fragmentación de sus mercados de capitales; (ii) el yuan, por la falta de convertibilidad de su cuenta financiera; (iii) el oro, que ha ganado atractivo en las reservas internacionales, pero carece de suficiente profundidad; y (iv) el yen, el dólar canadiense y el dólar australiano, que también carecen de mercados profundos.

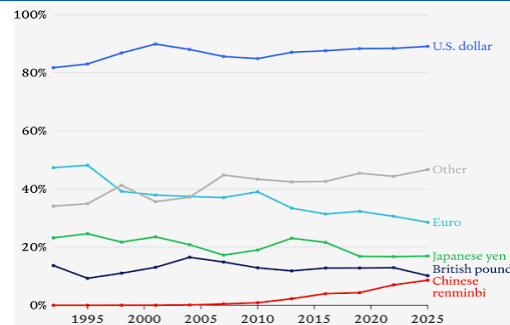
Aunque la profundidad de los mercados financieros en Estados Unidos asegura su **rol como activo refugio** en momentos de aversión al riesgo, la **diversificación fuera del dólar constituirá un lastre estructural para su cotización** en los mercados financieros. Este lastre se suma a otros factores: (i) sus elevados déficits fiscal y exterior; (ii) una deuda pública creciente; y (iii) las dudas sobre la credibilidad institucional (Fed, aranceles, etc.).

El dólar pierde peso en las reservas internacionales...



Composición de las reservas internacionales (% del total)

...pero mantiene su peso en los mercados de divisas



Fuentes: BIS y X.

Mercados privados de deuda: una nueva manifestación del riesgo financiero

Un volumen creciente de financiación empresarial se estructura fuera de los mercados financieros y del sistema bancario.

Un número creciente de organismos supervisores y reguladores advierte de la **acumulación de riesgos que pueden suponer los mercados de crédito privado (*private credit*)**. Estos mercados constituyen una amalgama de modalidades de préstamo, entre las que se incluyen el préstamo directo y el canalizado a través de empresas, y con distintos grados de calidad crediticia y de orden de prelación.

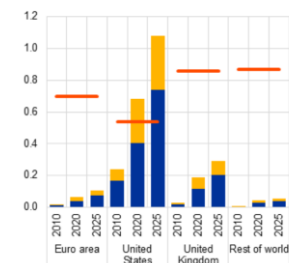
Las preocupaciones se centran en la posibilidad de un **aumento de las tasas de mora en los préstamos y de posibles tensiones de liquidez** en un producto caracterizado por políticas que limitan los reembolsos anticipados y, por tanto, su liquidez, especialmente en momentos de aumento de la aversión al riesgo. Tres factores acrecientan esta preocupación: (i) la concentración de préstamos en el sector del *software*; (ii) la creciente exposición de los inversores minoristas, que han entrado en esta clase de activo en los últimos años; y (iii) su sensibilidad a la limitada liquidez del instrumento.

El **crédito privado es la manifestación más reciente de lo que se ha denominado *shadow banking* o intermediación financiera no bancaria**, generalmente caracterizada por estándares de concesión más laxos y estándares regulatorios menos exigentes que los aplicables a los préstamos procedentes de la banca tradicional. Un endurecimiento de las condiciones y de los estándares de crédito parece probable, aunque ello puede repercutir negativamente sobre la rentabilidad y el atractivo del producto.

Aumento de los activos bajo gestión... y de los reembolsos

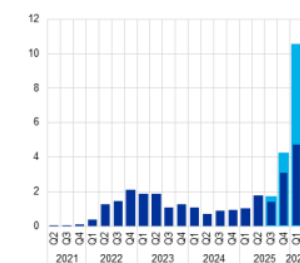
(2010-25: € trillions, percentages)

■ Net asset value
■ Dry powder
■ Annualised growth rate (right-hand scale)

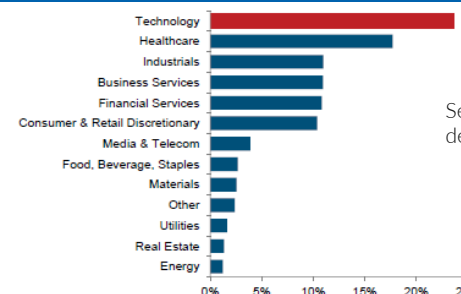


(Q2 2021-Q1 2026, percentages of net asset value)

■ Amounts honoured
■ Redemption requests



El sector tecnológico concentra la actividad del crédito privado



Sectores de actividad
del crédito privado

Source: Cliffwater, Goldman Sachs GIR.

Fuentes: Comisión Europea y
Goldman Sachs.

IA: disrupción sectorial con diversos canales de impacto macroeconómico

Hoy por hoy, su impacto se ha centrado en la inversión y en sectores concretos en los que se cuestiona el modelo de negocio.

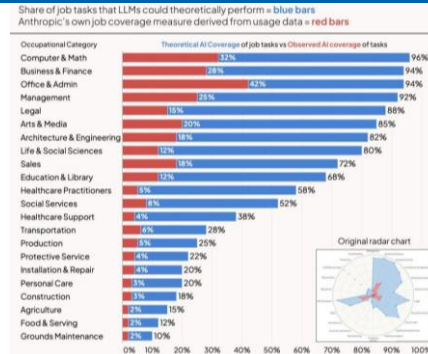


La IA, en todas sus variantes (general, agéntica, etc.), está afectando a los modelos de negocio, al empleo y al conjunto de la economía. Las capacidades de los nuevos modelos parecen crecer a un ritmo acelerado y su impacto ha sido sustancial, especialmente en sectores concretos. Los avances en los modelos y en la capacidad de computación, así como sus nuevas capacidades, pueden revolucionar los modelos de negocio, especialmente en el sector servicios.

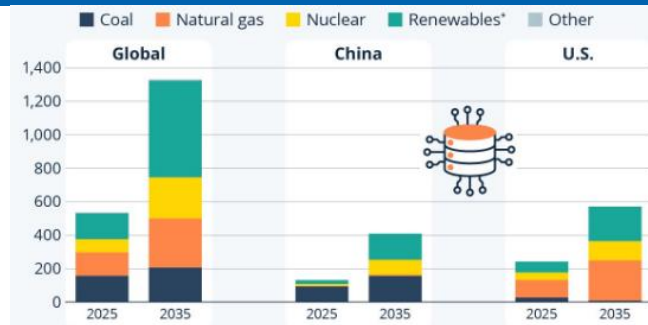
En Estados Unidos, que va por delante de Europa y otras economías desarrolladas, **el impacto de la IA se aprecia en la inversión en software y componentes**, que ha actuado como apoyo a la actividad económica al compensar la debilidad de la inversión empresarial y residencial. El impacto en la productividad se producirá a medio plazo, mientras que, a corto plazo, la actividad, la ocupación y los beneficios empresariales pueden verse castigados en los sectores afectados por el efecto disruptivo.

El factor limitante del despliegue de la IA puede ser el consumo energético, en parte por la disponibilidad de energía, en parte por el impacto que el aumento de la demanda puede tener sobre los precios y, por extensión, sobre la competitividad de las empresas y los presupuestos de los hogares. Este último factor sirve de justificación para restricciones a la construcción de nuevos centros de datos en algunos países europeos y estados estadounidenses.

Tareas sustituibles y sustituidas por la IA por ocupación



¿De dónde se obtendrá la energía para los centros de datos?



Demanda y provisión de electricidad para centros de datos.

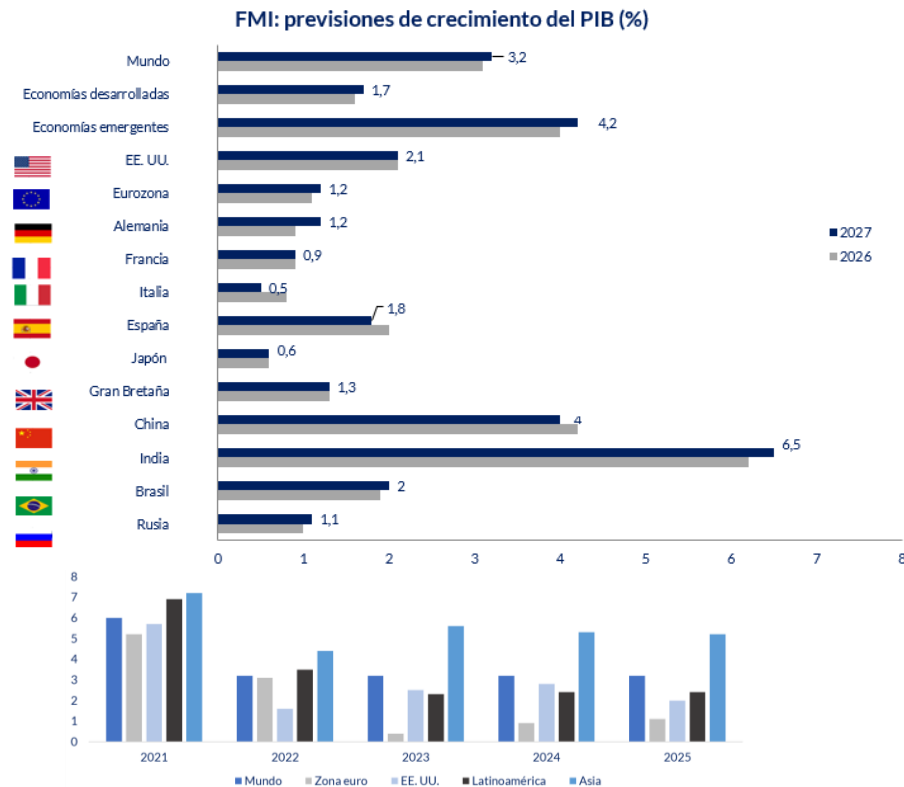
Fuentes: Anthropic y Statista.

Análisis económico

Economía mundial 2026-2027

FMI: expectativas de crecimiento del PIB 2026-2027 (previsiones de abril de 2026).

Las estimaciones se basan en el análisis del *World Economic Outlook* del FMI de abril de 2026. Más incertidumbre, menos crecimiento: la economía mundial resiste, pero las tensiones comerciales y financieras enfrían las perspectivas globales.



Fuente: FMI, WEO, abril de 2026.

Inflación: nuevo riesgo al alza provocado por la guerra en Oriente Medio

Previsión de presiones inflacionarias a medio y largo plazo, pendientes del impacto de la IA.

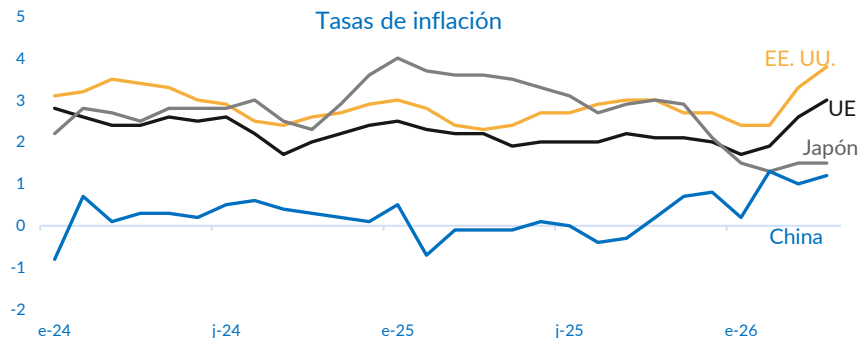
Con un **horizonte a medio y largo plazo**, existen diferentes tendencias estructurales que apuntan a **niveles de inflación más elevados**:

- Los aranceles impuestos por EE. UU.
- Las políticas migratorias y el envejecimiento de la población, que reducen la oferta laboral y presionan los mercados laborales.
- La fragmentación internacional, que lleva a las empresas a la relocalización de sus centros de producción.
- La transición hacia una economía descarbonizada.

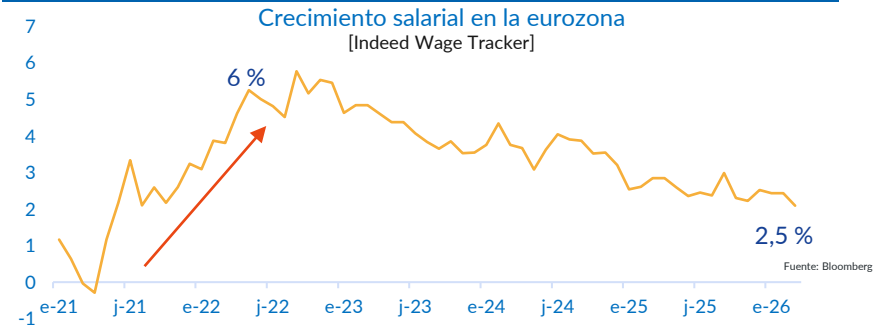
El **conflicto en Oriente Medio** y, especialmente, el cierre del estrecho de Ormuz se han traducido en un importante aumento de los precios energéticos que ya impactan en las cifras de inflación de los últimos meses. El aumento del coste de los fertilizantes supone adicionalmente un riesgo para los precios alimentarios a medio plazo. Si se mantienen las tensiones en los precios, existe el riesgo de efectos de segunda ronda a través de aumentos salariales en los próximos años.

La **inteligencia artificial** podría convertirse en una **fuerza desinflacionaria** al aumentar la productividad y reducir los costes de producción en numerosos sectores. La automatización de tareas y la optimización de procesos permiten producir más con los mismos recursos. Además, la IA puede mejorar la eficiencia de las cadenas de suministro y reducir ineficiencias operativas.

1.º semestre de 2026: repunte de la inflación por los precios de la energía



Tensión salarial muy distinta de la de 2022



Economía: Estados Unidos

La actividad mantiene una base relativamente sólida, pero afronta una pérdida gradual de impulso, con presiones sobre los precios aún presentes y un mercado laboral que, aunque todavía muestra fortaleza, tenderá a una normalización progresiva durante 2026.

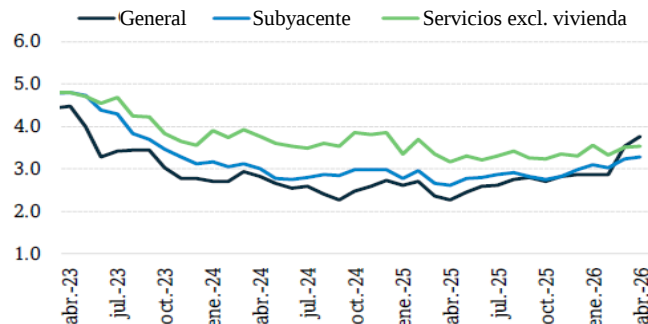
La economía estadounidense mantiene una trayectoria de **crecimiento moderado**, apoyada principalmente en la fortaleza del consumo privado y en la resiliencia de la demanda interna. No obstante, la actividad muestra **cierta desaceleración** respecto a los ritmos observados en ejercicios anteriores, en un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre económica y comercial.

En materia de precios, **la inflación** se mantiene por encima del objetivo de la Reserva Federal, aunque significativamente por debajo de los máximos alcanzados en años anteriores. La evolución reciente refleja avances en el proceso de desinflación, si bien algunos componentes, especialmente los vinculados a los servicios, continúan mostrando una mayor persistencia.

Por su parte, **el mercado laboral** mantiene una notable fortaleza. La tasa de desempleo permanece en niveles reducidos y la creación de empleo continúa siendo positiva, aunque más moderada que en ejercicios precedentes. Asimismo, los salarios siguen creciendo a un ritmo relativamente sólido, sin señales de presiones adicionales que apunten a un recalentamiento significativo del mercado laboral.

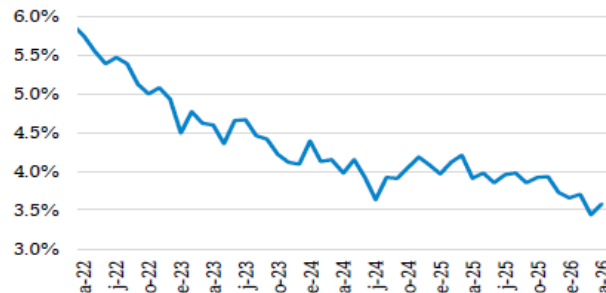
De cara a 2026, las previsiones apuntan a **una moderación adicional** del crecimiento económico, en un contexto de menor dinamismo de la demanda y de persistencia de algunas presiones inflacionistas. Aun así, el mercado laboral seguiría mostrando capacidad de resistencia, si bien con una progresiva normalización de las condiciones de empleo.

Inflación: general, subyacente y servicios (% interanual; PCE)



Fuentes: AFI y Macrobond.

Salarios (% interanual)



Fuente: AFL

Economía: China

La nueva economía sostiene el crecimiento y compensa la debilidad estructural de la demanda interna.



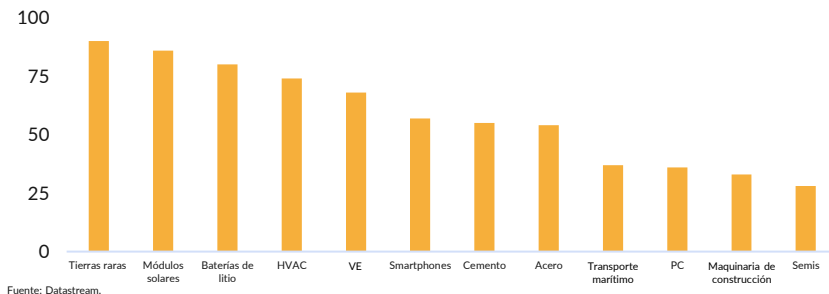
La economía china continúa avanzando a dos velocidades. Mientras la economía tradicional sigue condicionada por la debilidad inmobiliaria y una demanda interna todavía moderada, comienzan a observarse algunos **signos de estabilización**, con las transacciones de vivienda de segunda mano en Shanghai **cerca de máximos de los últimos diez años**. Al mismo tiempo, la fortaleza del sector industrial y de las exportaciones continúa sosteniendo el crecimiento económico.

En este contexto, China ha presentado oficialmente su **XV Plan Quinquenal (2026-2030)**, que fija un objetivo de **crecimiento del PIB del 4,5-5 %** y sitúa el fortalecimiento del **consumo doméstico como una prioridad estratégica** para reducir progresivamente la dependencia de la inversión y de las exportaciones.

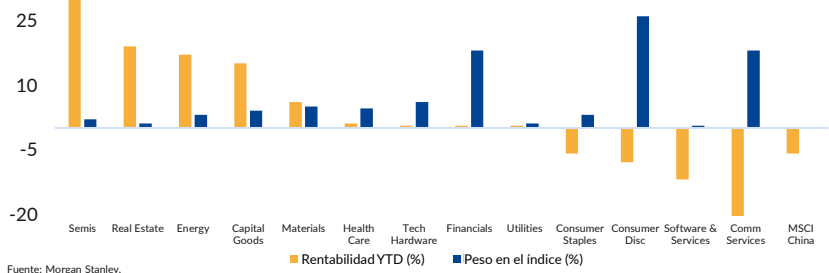
Paralelamente, China mantiene **una posición estratégica única** gracias a su **liderazgo en el procesamiento de materias primas críticas** como las tierras raras, el grafito o el litio, fundamentales para industrias como los semiconductores, la inteligencia artificial y los vehículos eléctricos.

El mercado chino ofrece oportunidades atractivas en sectores vinculados a la **tecnología, los semiconductores, la salud y la manufactura avanzada**, que están registrando mejores rentabilidades y revisiones de beneficios que el conjunto del mercado. Sin embargo, estas compañías siguen teniendo **un peso reducido en el índice chino**. El impulso de la autosuficiencia tecnológica podría aumentar la relevancia de estos sectores en el mercado chino.

Las décadas de inversión de China en infraestructuras energéticas alternativas y en autosuficiencia empiezan a dar sus frutos.



Los sectores menos representados en el índice son los que han liderado las rentabilidades desde principios de año.



Economía: zona euro

Posibilidad de cierta reactivación de la economía europea gracias al impulso fiscal y a las inversiones en energía.

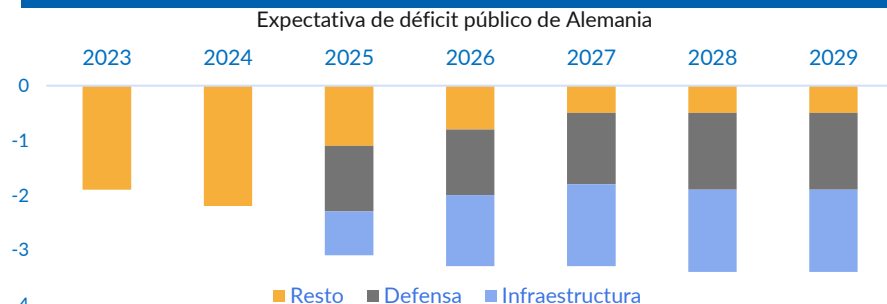
Tras unos años de bajo crecimiento, provocado por conflictos bélicos, tensiones geopolíticas y comerciales, [las expectativas para 2026-2027 se mantienen moderadamente optimistas](#), aunque el impacto de la guerra en Oriente Medio ha retrasado la esperada recuperación.

Aunque no se espera una fuerte aceleración del dinamismo económico y Europa tiene importantes retos estructurales, sí creemos que el [impulso fiscal en Alemania](#) (y en algunos otros países) y los acuerdos en la generación y distribución de energía pueden [tener un impacto positivo](#) en la economía de la zona euro.

En Alemania, el esfuerzo en materia de inversión en seguridad y defensa ya muestra una tendencia creciente en 2026. Además, [la descarbonización de la industria alemana es una prioridad europea](#). Alemania podría importar un millón de toneladas (Mt) de hidrógeno al año en 2035 y hasta 1,6 millones de toneladas en 2040.

Esta demanda de Alemania puede cubrirse con la entrada en funcionamiento del proyecto común BarMar. Se trata de una [sociedad de proyecto impulsada por los operadores de red franceses y españoles](#), Natran, Teréga y Enagás. Está dedicada al desarrollo y la explotación de un gasoducto que unirá Barcelona con Marsella con la finalidad de transportar hidrógeno verde generado en la península ibérica mediante energías renovables y distribuido desde Francia al resto de Europa. [Estamos al inicio de la materialización de grandes alianzas en Europa en ámbitos críticos.](#)

Expectativas de impulso fiscal en Alemania centradas en infraestructuras, energías renovables y defensa



Acuerdos en materia de autosuficiencia energética en Europa



El dinamismo económico se moderará, aunque se mantendrá por encima del de la zona euro, con señales de diversificación.

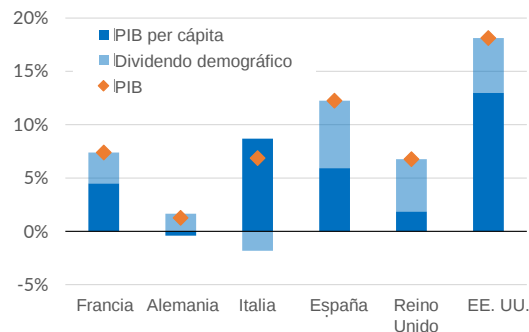


España seguirá creciendo por encima del conjunto de la zona euro, aunque su crecimiento se moderará por la reducción de los flujos de inmigración, que condicionará una desaceleración del aumento de la población activa. En términos de productividad, **la economía se verá impulsada** por cierto efecto de arrastre del mayor dinamismo de la zona euro y de la inversión, así como por la rotación de la inversión y del empleo hacia sectores de mayor productividad, como el tecnológico.

El mercado laboral ha mantenido un notable dinamismo desde el punto de vista cuantitativo (fuerte creación de empleo y reducción de la tasa de paro) y cualitativo (reducción de la temporalidad). Este último factor dará continuidad a los incentivos a la formación de los trabajadores, lo que permitirá un aumento de la formación ocupacional y, en última instancia, de la productividad.

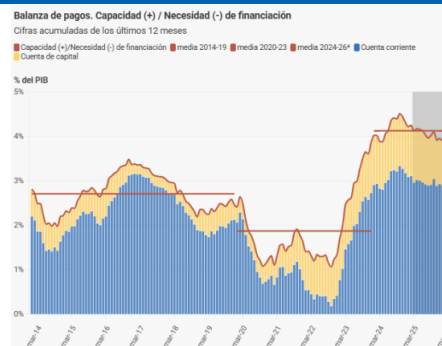
El sector exterior puede mantenerse como un apoyo a la actividad gracias a la aportación de una base productiva cada vez más diversificada, que incluye los servicios no turísticos (consultoría, finanzas, tecnología, etc.). Ello permitirá compensar el menor impulso del sector turístico, con cierta desaceleración de las llegadas, en un contexto marcado por la creciente evidencia de límites físicos y sociales a las nuevas llegadas.

El dividendo demográfico explica la mayor parte del crecimiento



Crecimiento del PIB entre 2018 y 2025

España consolida su capacidad de financiación exterior



Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación (% del PIB)

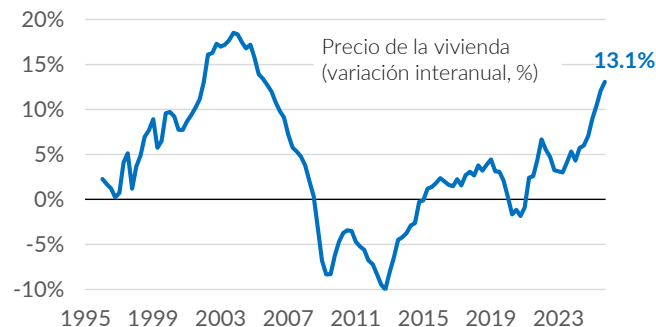
El sector inmobiliario vive un profundo desajuste entre oferta y demanda y requiere un *mix* adecuado de políticas públicas.

El mercado inmobiliario ha estado marcado por el desajuste entre una demanda dinámica y una oferta inelástica, lo que ha dado lugar a un elevado déficit (el Banco de España lo estima en 750.000 viviendas) que ha provocado un fuerte dinamismo de los precios, aunque sin las dinámicas propias de una burbuja como en episodios anteriores. Como consecuencia, **la vivienda se ha convertido en el principal problema social** y su creciente relevancia está dando lugar a nuevas políticas públicas para favorecer el acceso a la vivienda.

En adelante, **la demanda de vivienda moderará su crecimiento** a partir de los precios más elevados, una financiación más restrictiva y una menor formación de hogares por la reducción de la inmigración. El mercado puede buscar nuevas soluciones habitacionales, como *coliving* o vivienda cooperativa.

La oferta reaccionará a partir de la iniciativa privada y también de iniciativas públicas como el programa «España Crece», cuyo despliegue puede compensar la caída de la inversión procedente de los programas de fondos europeos Next Generation EU y del Fondo de Recuperación y Resiliencia. El programa busca **movilizar hasta 120.000 millones de euros con participación público-privada** en capital destinado al sector inmobiliario. Con todo, la actividad del sector de la construcción se recuperará desde sus mínimos actuales, aunque se mantendrá lejos de los niveles alcanzados a principios de los 2000.

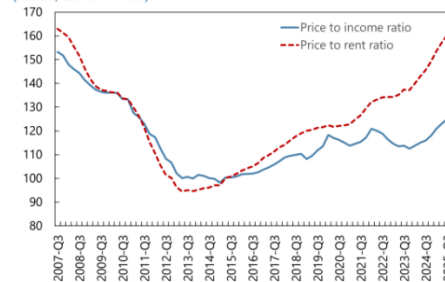
El precio de la vivienda crece a niveles de dos dígitos



Tensión en el acceso por la falta de oferta

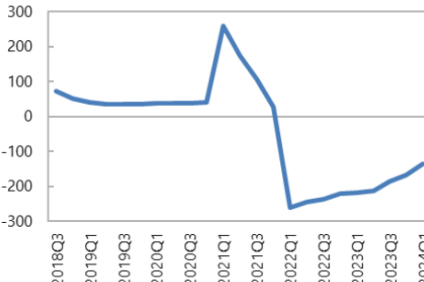
Price-to-income and Price-to-rent Ratios

(Index, 2015 = 100)



Supply Shortage 1/

(Thousands of units, rolling 4-quarter sum)



Economías emergentes

La tecnología, el dólar débil y los recortes de tipos sostienen el liderazgo de los países emergentes.

Los mercados emergentes han empezado 2026 con un **comportamiento claramente positivo**, apoyados por un entorno financiero más favorable y por la **rotación global hacia activos no estadounidenses**.

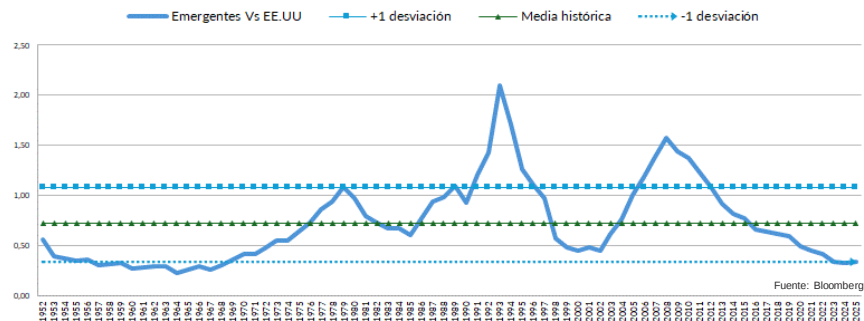
La debilidad del dólar y la mejora de los flujos hacia la deuda local, las divisas y la renta variable emergente han reforzado el atractivo relativo de estos activos.

El **liderazgo se ha concentrado en Asia**, especialmente en los mercados más expuestos al ciclo tecnológico. La fortaleza de las exportaciones tecnológicas ha compensado parcialmente el impacto de los aranceles y ha permitido que estas economías mantengan un diferencial de crecimiento positivo frente a otras regiones emergentes.

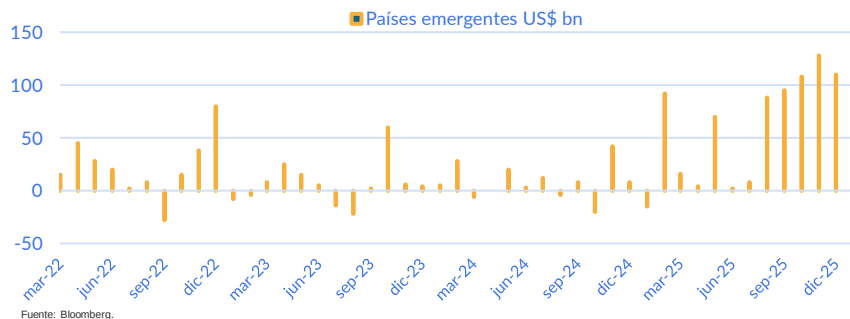
Por el contrario, las economías menos vinculadas a la cadena de valor de la IA han mostrado una evolución más irregular. El aumento de las tensiones comerciales, la incertidumbre regulatoria y el encarecimiento de algunos costes energéticos han limitado la mejora en países más dependientes de materias primas, importaciones de energía o financiación externa.

En conjunto, 2026 está confirmando unos **mercados emergentes a dos velocidades**. Asia y los países integrados en semiconductores, IA y electrónica lideran el crecimiento y las rentabilidades, mientras que las economías con menor exposición tecnológica **avanzan de forma más moderada** y siguen condicionadas por los aranceles, la divisa, la energía y los costes financieros.

Los países emergentes cotizan con un descuento histórico respecto a EE. UU.



Los flujos muestran una clara recuperación



Análisis financiero

Política monetaria

El *shock* de oferta derivado del conflicto con Irán obliga a los bancos centrales a priorizar la credibilidad frente al apoyo al ciclo.



Proyecciones de crecimiento e inflación para la zona euro

(tasas de variación interanual)

		Marzo de 2026: escenario de referencia	Junio de 2026: escenario de referencia y escenarios alternativos			
			Escenario de referencia	Escenario moderado	Escenario adverso	Escenario severo
PIB real	2025	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
	2026	0,9	0,8	0,8	0,7	0,5
	2027	1,3	1,2	1,4	0,9	0,4
	2028	1,4	1,5	1,6	1,5	1,6
IAPC	2025	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
	2026	2,6	3,0	2,9	3,3	4,0
	2027	2,0	2,3	1,8	3,0	5,3
	2028	2,1	2,0	1,8	2,3	3,0
IAPC, excluidos la energía y los alimentos	2025	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
	2026	2,3	2,5	2,4	2,5	2,5
	2027	2,2	2,5	2,3	2,7	3,8
	2028	2,1	2,2	2,1	2,3	2,9

Fuente: ECB.

La política monetaria afronta la segunda mitad de 2026 condicionada por **un cambio relevante en la naturaleza del riesgo macroeconómico**. El conflicto en Irán y las tensiones sobre los flujos energéticos han provocado un *shock* de oferta que ha elevado los costes de producción, ha tensionado las cadenas de suministro y ha frenado la convergencia de la inflación hacia los objetivos de los bancos centrales. Ante este **shock de oferta**, el margen de actuación es más limitado: una relajación demasiado temprana de las condiciones financieras podría acelerar el desanclaje de las expectativas y obligar posteriormente a una respuesta más agresiva. Por ello, los bancos centrales tenderán a mantener una función de reacción **prudente**, incluso si el crecimiento se modera.

Previsiones de la Fed para las principales variables macroeconómicas

Fuente: AFI y Fed.

		2026	2027	Longer run
PIB	jun-26	2.2	2.3	2.0
	mar-26	2.4	2.3	2.0
Desempleo	jun-26	4.3	4.3	4.2
	mar-26	4.4	4.3	4.2
PCE	jun-26	3.6	2.3	2.0
	mar-26	2.7	2.2	2.0
PCE Core	jun-26	3.3	2.5	2.1
	mar-26	2.7	2.2	2.0
Fedfunds	jun-26	3.8	3.6	3.4
	mar-26	3.4	3.1	3.0

En **Estados Unidos**, la Fed se enfrenta a una economía que mantiene resiliencia gracias al soporte fiscal, la fortaleza de los balances privados y el ciclo de inversión vinculado a la IA. Esta resiliencia reduce el riesgo de recesión inmediata, pero también limita el margen para recortar tipos mientras la inflación siga por encima del objetivo y las expectativas permanezcan sensibles a los precios de la energía. La Fed tendrá incentivos para mantener una posición restrictiva. Warsh, en su primera rueda de prensa, aludió a la estabilidad de precios y a un estilo de comunicación más comedido.

En la **zona euro**, el dilema es más complejo. Europa afronta el mismo *shock* desde una posición cíclica más débil y con mayor dependencia energética, lo que acerca el escenario a una estanflación moderada. El BCE debe equilibrar el deterioro del crecimiento con la necesidad de preservar su credibilidad. Aunque la debilidad de la demanda debería limitar los efectos de segunda ronda, el BCE prioriza el objetivo principal de su mandato y reacciona al incremento del IPC con el inicio de un ciclo de subidas de tipos, con un techo que el mercado estima en el 2,25-2,50 %.

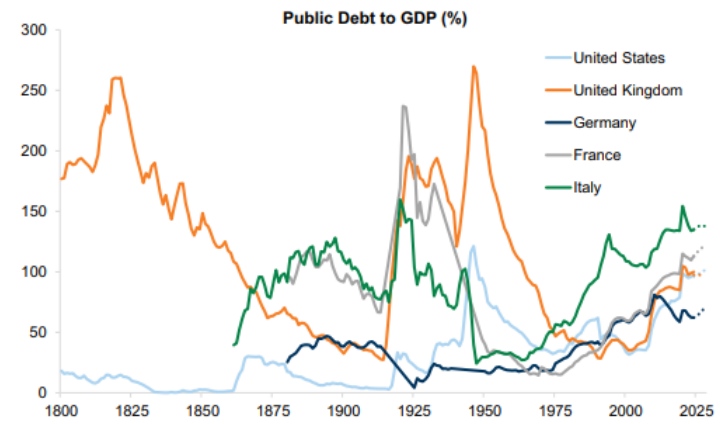
Previsiones para finales de 2026

Tipos Fed:  3,50-3,75 %

Tipos BCE:  2,25-2,50 %

Activos financieros: deuda pública

Las curvas soberanas siguen dominadas por la prima por plazo, con un equilibrio frágil entre el atractivo del *carry* y el riesgo de duración.



El *shock* energético no solo ha elevado la inflación esperada, sino que ha alterado la relación habitual entre crecimiento, inflación y tipos de interés. Cuando el deterioro macroeconómico procede de un *shock* de demanda, la deuda pública suele actuar como cobertura natural. Cuando el origen es un *shock* de oferta inflacionario, esa protección es menos evidente porque los bancos centrales no pueden relajar la política monetaria sin poner en riesgo el anclaje de las expectativas. Esto explica que las curvas soberanas sigan condicionadas por fuerzas contrapuestas. En este contexto, los tramos cortos y medios pueden beneficiarse si el mercado empieza a descontar que el ciclo restrictivo se acerca a su fin o que en 2027 habrá más margen para normalizar los tipos. Sin embargo, **los tramos largos permanecen expuestos a una combinación menos favorable:** inflación más volátil, mayores necesidades de financiación pública en un mundo de dominancia fiscal, mayor incertidumbre sobre las trayectorias del déficit público y primas por plazo más exigentes.

Un elemento adicional es que la oferta de deuda pública vuelve a tener un papel central en la formación de precios. A diferencia de la década posterior a la crisis financiera, los bancos centrales ya no actúan como compradores estructurales capaces de absorber de forma recurrente una parte relevante de las emisiones. Esto no implica necesariamente que la oferta neta vaya a aumentar de forma lineal, pero sí que **el mercado debe exigir un precio más claro para financiar déficits elevados** en un entorno de inflación más incierta. Por ello, las primas por plazo pueden seguir siendo volátiles, exigentes y sensibles a cualquier cambio en las expectativas fiscales, incluso si los tipos oficiales empiezan a estabilizarse.

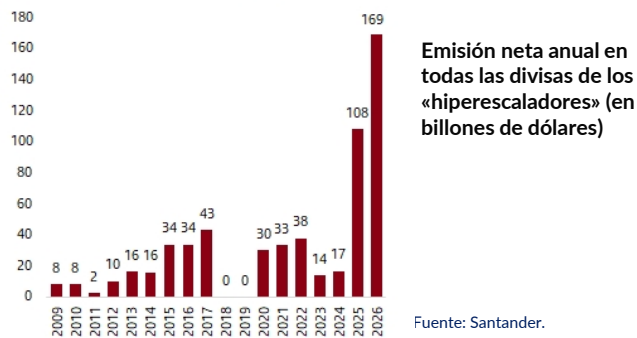
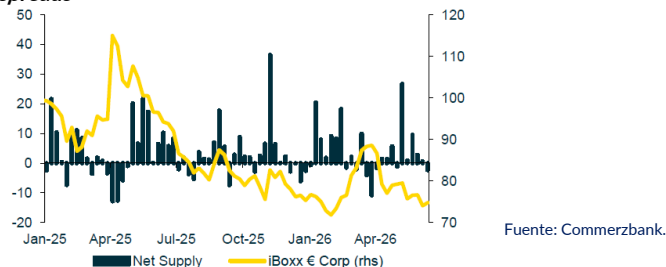
Previsiones para finales de 2026

España 10 años		3,25-3,50 %
Alemania 10 años		2,75-3,00 %
EE. UU. 10 años		4,25-4,50 %

Activos financieros: renta fija corporativa (*investment grade*, IG)

Sólidos fundamentales corporativos, aunque condicionados por valoraciones exigentes y una elevada actividad emisora.

Emisión neta de papel corporativo IG en euros en relación con los *spreads*



Previsiones para finales de 2026

Spread investment grade
EUR a 5 años

50–75 puntos básicos

La segunda mitad de 2026 en el mercado de crédito IG europeo estará condicionada por la combinación de unos **fundamentales corporativos todavía sólidos y un entorno monetario menos favorable** que el observado en los últimos años. La persistencia de una inflación por encima de los objetivos de los bancos centrales y la posibilidad de nuevas subidas de tipos por parte del BCE mantendrán cierta presión sobre los activos sensibles a la duración, aunque la resiliencia del crecimiento y la fortaleza de los balances empresariales deberían seguir actuando como elemento de apoyo.

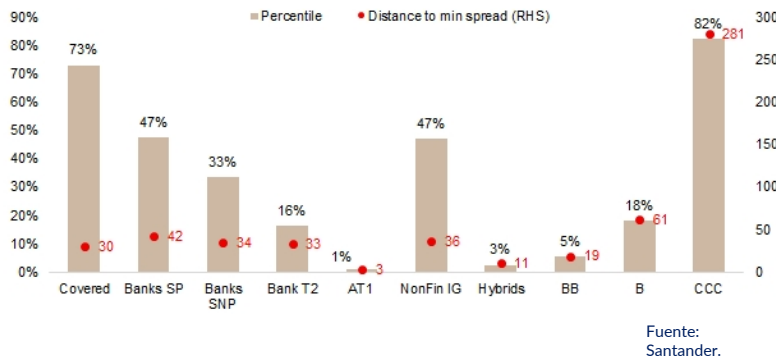
El principal foco de atención durante los próximos meses se situará en el equilibrio entre oferta y demanda. La financiación de los **ambiciosos planes de inversión asociados al ciclo de adopción de la inteligencia artificial**, junto con unas necesidades de financiación soberana todavía elevadas, podrían traducirse en un volumen significativo de emisiones corporativas. En este contexto, los *spreads* parten de niveles históricamente ajustados y ofrecen un margen limitado para nuevas compresiones, especialmente en Europa, donde el deterioro relativo del crecimiento y la sensibilidad al coste de la energía continúan siendo factores de riesgo relevantes.

El escenario central sigue siendo compatible con rentabilidades positivas para el crédito IG, apoyadas principalmente en el *carry* y en niveles de impago que previsiblemente permanecerán reducidos. Sin embargo, la combinación de **valoraciones exigentes**, una elevada actividad emisora y un entorno geopolítico todavía incierto nos lleva a mantener una visión prudente. En consecuencia, seguimos favoreciendo emisores de elevada calidad crediticia, con modelos de negocio resilientes, capacidad de generación de caja y balances suficientemente sólidos para afrontar un entorno de financiación más exigente.

Activos financieros: renta fija corporativa (*high yield*, HY)

Las exigentes valoraciones, el deterioro del ciclo y el potencial impacto arancelario sugieren prudencia.

Pese a la elevada incertidumbre, los diferenciales de crédito se encuentran cerca de sus mínimos históricos



Tras varios trimestres de notable resistencia, el crédito HY afronta la segunda mitad de 2026 respaldado por unos **fundamentales que continúan mostrando solidez**, unos niveles de impago contenidos y una economía global que, pese a la desaceleración observada en algunas regiones, sigue evitando escenarios recesivos. El atractivo del *carry* continúa siendo uno de los principales argumentos de inversión para el activo, especialmente en un contexto en el que los diferenciales permanecen relativamente ajustados frente a sus medias históricas.

No obstante, el mercado sigue enfrentándose a un **perfil de riesgo asimétrico**. Las valoraciones actuales descuentan un escenario macroeconómico favorable y dejan escaso margen para absorber decepciones relacionadas con una prolongación de las tensiones geopolíticas, un encarecimiento sostenido de la energía o una inflación más persistente de lo esperado. Adicionalmente, la creciente competencia por el capital, derivada de las elevadas necesidades de financiación pública y privada, podría limitar el potencial de estrechamiento adicional de los *spreads* durante los próximos meses.

Por ello, y pese a una previsible relajación de las tensiones geopolíticas en los próximos meses tras las conversaciones de paz en Oriente Medio, optamos por una **posición prudente y defensiva** en el crédito HY. En este contexto, continuamos priorizando compañías con elevada generación de caja, estructuras de capital conservadoras y modelos de negocio menos expuestos al potencial deterioro del ciclo, con una ligera preferencia por el mercado europeo frente al estadounidense.

Previsiones para finales de 2026

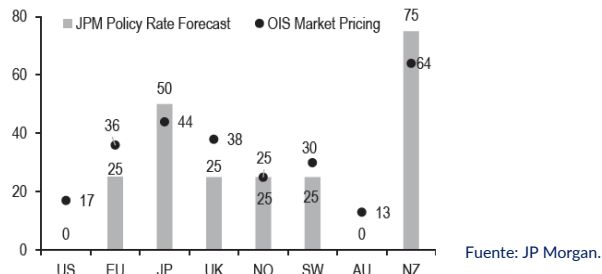
Spread high yield/EUR a 5 años

230-300 puntos básicos

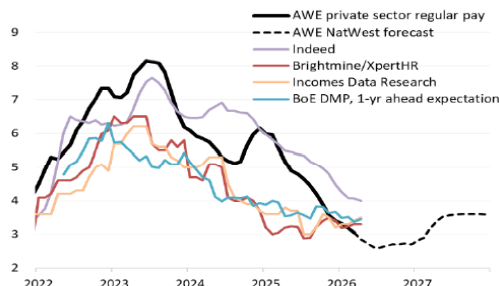
Activos financieros: mercado de divisas

La resiliencia de la economía estadounidense y el papel de la Reserva Federal son claves, una vez más, para el mercado de divisas.

Variación de los tipos de los bancos centrales prevista para finales de 2026



Indicadores de crecimiento salarial en el Reino Unido



Previsiones para finales de 2026

EUR/USD	1,15-1,20
EUR/GBP	0,85-0,90

La primera mitad de 2026 ha estado marcada por un **desempeño sorprendentemente positivo del dólar** frente a la mayoría de las divisas de economías desarrolladas, apoyado en buena medida por la tensión en los mercados energéticos y el incremento del riesgo geopolítico. Aunque la trayectoria de depreciación gradual a medio plazo permanece inalterada, la fortaleza relativa de la economía estadounidense, su menor exposición al incremento de los costes energéticos y la posibilidad de una Reserva Federal algo más restrictiva de lo esperado bajo el nuevo mandato de Kevin Warsh podrían limitar la magnitud o la velocidad de dicho movimiento.

En lo que a la libra esterlina se refiere, el par debería recibir el apoyo de una progresiva mejora de la actividad económica, **la moderación de la inflación salarial** y un estricto ejercicio de equilibrio de las cuentas públicas. No obstante, las amenazas al liderazgo del actual primer ministro por parte de miembros de la izquierda del Partido Laborista, el debate fiscal previsto para finales de verano y la sensibilidad histórica a los episodios de volatilidad en el mercado de deuda pública podrían terminar lastrando la cotización de la divisa.

En consonancia con lo observado en los últimos trimestres, el segundo semestre debería seguir presentando **una elevada volatilidad** en el mercado de divisas, explicada por la combinación de tres factores: la incertidumbre en torno a la trayectoria de los tipos de la Fed y la evolución del ciclo estadounidense; las elevadas tensiones geopolíticas; y las divergencias de crecimiento y política monetaria entre las principales economías desarrolladas.

Escenario base

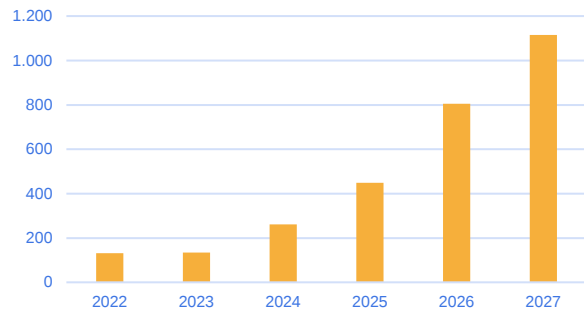
1. Entorno económico global resiliente, con **probabilidad de aceleración a medida que avance el año**, lo que debería seguir reflejándose en el crecimiento de las ventas.
2. **Los márgenes empresariales siguen resistiendo** a pesar del aumento de los costes de aprovisionamiento y de la menor presión sobre la base de costes, si bien algunos sectores empiezan a observar cierta fatiga en los volúmenes.
3. La combinación de (1) y (2) supone una **aceleración del crecimiento esperado del BPA en 2026**.
4. El principal punto para monitorizar será determinar si nos encontramos en una **burbuja de IA**.
5. **Sólida salud financiera**, que permite mantener altas las remuneraciones a los accionistas a expensas de la inversión en capital fijo, que sigue muy concentrada en inversiones relacionadas con la tecnología.
6. **Factores técnicos algo más desequilibrados**, con un posicionamiento en activos de riesgo y unos indicadores técnicos tensionados.
7. **Valoraciones en renta variable estrechas globalmente y justas en Estados Unidos**. Será trascendental que el crecimiento del BPA en 2026 supere el promedio histórico para no observar ajustes durante el año.

Riesgos

- El principal riesgo sigue siendo la **desaceleración/recesión económica**, seguida de una **aceleración no contenida de la inflación** derivada de la crisis energética tras el conflicto con Irán.
- Necesidad de seguir con los **incrementos de inversión en IA** y de justificar las rentabilidades de los proyectos.
- Economía en K. Las rentas bajas están cada vez más presionadas para seguir soportando aumentos de los precios de los productos básicos, si bien las clases altas siguen viéndose favorecidas por el aumento de los precios de los activos.
- **Deterioro de los factores técnicos**.
- Valoraciones en niveles estrechos, **con algunas situaciones extremas en nichos de mercado**.
- La **inestabilidad geopolítica** puede continuar tensionando de forma coyuntural algunos de los factores de producción, como el petróleo y la energía.
- La crisis del **mercado de crédito privado** parece contenida, aunque podría deteriorarse y convertirse en un evento más sistémico.
- **Otros riesgos**: endurecimiento monetario en Japón, empinamiento de las curvas de tipos, tensión entre China y Taiwán, etc.

El capex de los hiperescaladores sigue revisándose al alza

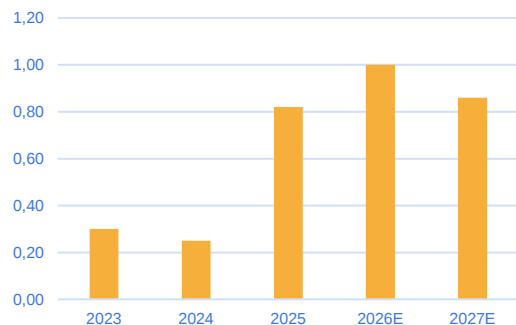
Capex estimado de los hiperescaladores, 2022-2027



Fuente: CIG.

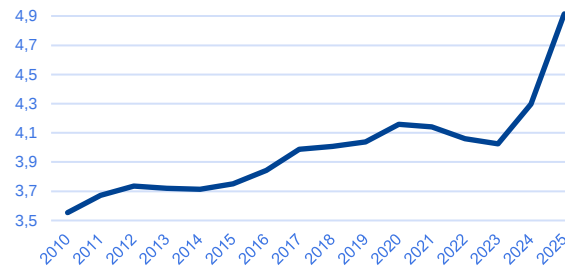
El despliegue de la IA impulsa el crecimiento macroeconómico

Contribución estimada de la IA al crecimiento del PIB



La inversión tecnológica gana peso estructural en la economía

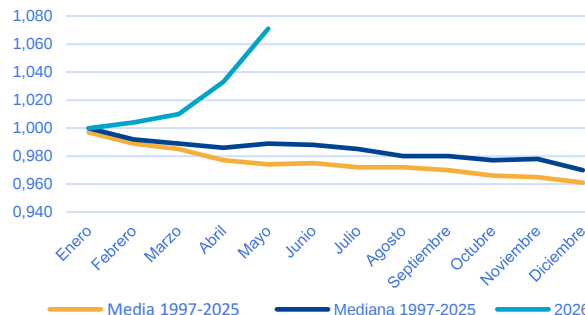
Inversión tecnológica de EE. UU. (% del PIB)



Fuente: BCA.

Las expectativas de BPA del S&P 500 mejoran significativamente respecto al patrón histórico

Estimaciones de BPA del S&P 500

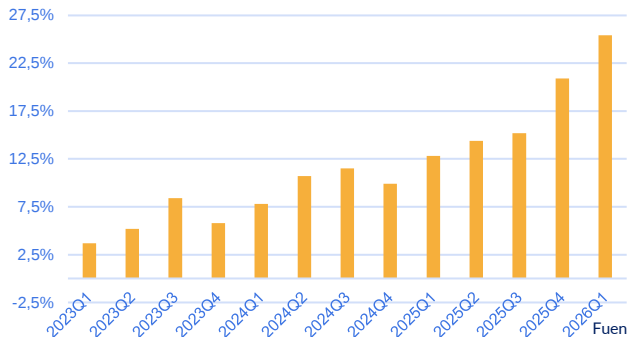


Fuente: Morgan Stanley.

Además de impulsar la inversión, la IA sostiene el tono corporativo y refuerza las perspectivas de beneficios

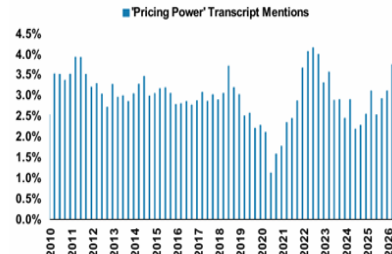
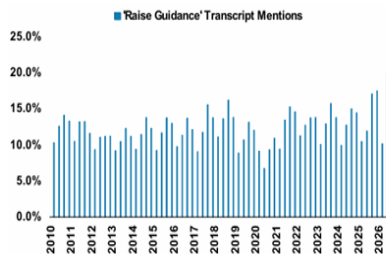
El impacto de la IA es cada vez más cuantificable...

% de compañías que comunican un impacto cuantificable de la IA (S&P 500)



...lo que se traduce en un tono corporativo más constructivo...

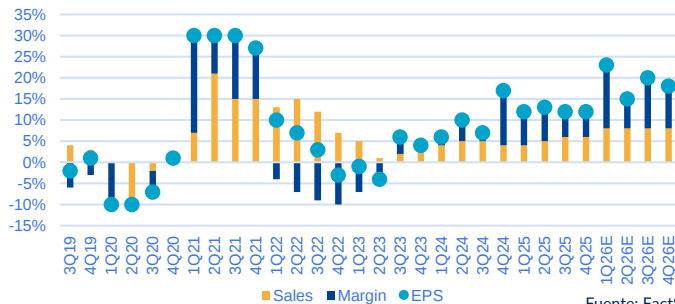
Menciones en transcripciones corporativas



Fuente: Morgan Stanley.

...y refuerza un escenario alcista para 2026, apoyado en ventas, márgenes y BPA...

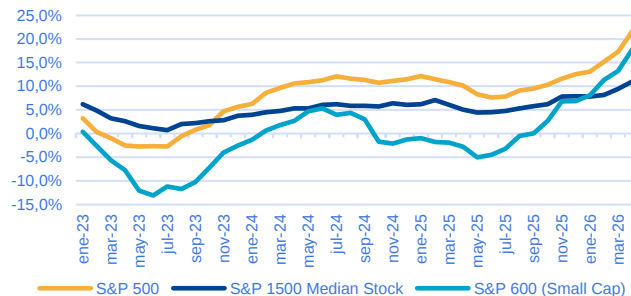
Contribución de ingresos, márgenes y BPA (S&P 500)



Fuente: FactSet.

...con una mejora de las expectativas de beneficios que se extiende al conjunto del mercado

Evolución de las expectativas de BPA



Fuente: FactSet.

Argumentos en contra de la burbuja

- ✓ La demanda es real y proviene de compañías líderes, con enorme capacidad de generación de caja y apenas deuda en sus balances.
- ✓ Los **proyectos son medibles y positivos** desde el punto de vista de la rentabilidad financiera.
- ✓ Diferentes **cuellos de botella en la cadena de suministro** impiden un desarrollo ilimitado de los proyectos.
- ✓ Valoraciones todavía lejos de los niveles de la burbuja puntocom.
- ✓ La IA representa una **nueva revolución industrial**, con un alcance mayor que todas las anteriores.

Argumentos a favor de la burbuja

- × Auge del **capex con paralelismos históricos** y riesgo de sobreinversión en infraestructura.
- × **Concentración extrema** de los retornos del mercado.
- × **Señales de exuberancia** en algunos nichos de mercado.
- × **Circularidad financiera** de la expansión de los proyectos del ecosistema de la IA.
- × **Dificultad para valorar** correctamente **los activos** ante la poca visibilidad inicial de los flujos de caja.

PUNTOCOM vs. IA 2026

POR QUÉ ESTO NO ES UNA BURBUJA

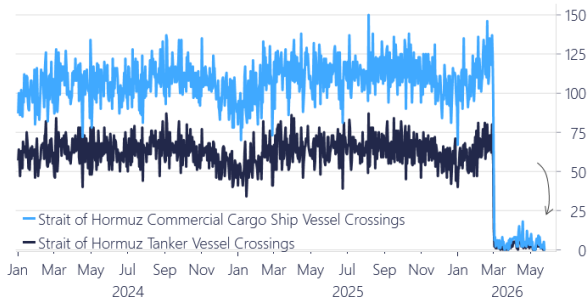
PUNTOCOM	IA 2026
 Sobrevaloración sin una vía clara hacia la rentabilidad	Disrupción medible y rentable. Ejemplo: traductores 
 Obsesión por las visitas (<i>eyeballs</i>) en lugar de los ingresos	Con relativamente poco <i>marketing</i> , la mayor adopción <i>online</i> de la historia 
 Infraestructura sobredimensionada (p. ej., almacenes de Webvan)	Infraestructura plenamente utilizada. Ampliación del «tiempo de pensamiento» para compensarlo 
 Base tecnológica con consumidores inmaduros y baja confianza	Incluso las personas mayores la usan con frecuencia 

La caída de las puntocom estuvo precedida por el endurecimiento de los mercados de crédito impulsado por Alan Greenspan, justo lo contrario de lo que ocurre hoy, con tipos de interés a la baja.

La mejora de los márgenes resiste pese al impacto (energético) del conflicto con Irán

A pesar del cierre del estrecho de Ormuz...

Cruces de buques comerciales y petroleros en el estrecho de Ormuz (2024-2026)

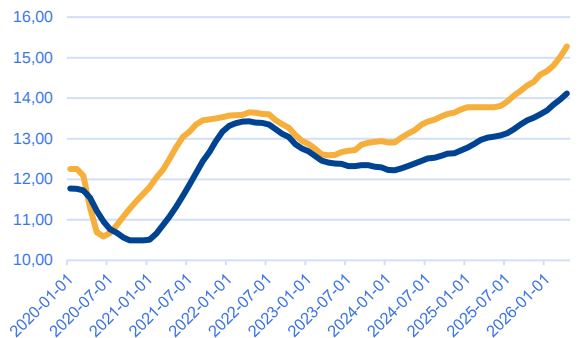


Source: Steno Research, Bloomberg and Macrobond

Fuente: Steno Research.

...los márgenes de beneficio realizados y esperados han seguido su recorrido alcista...

S&P 500 — Márgenes de beneficio (%)



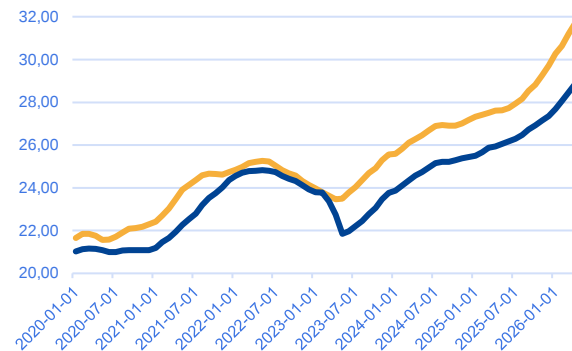
— S&P 500: margen neto esperado a 12 meses

— S&P 500: margen neto realizado a 12 meses

Fuente: FactSet.

...apoyados por el sector tecnológico

S&P 500 IT — Márgenes de beneficio (%)



— S&P 500 IT: margen neto esperado a 12

meses

S&P 500 IT: margen neto realizado a 12

meses

Fuente: FactSet.

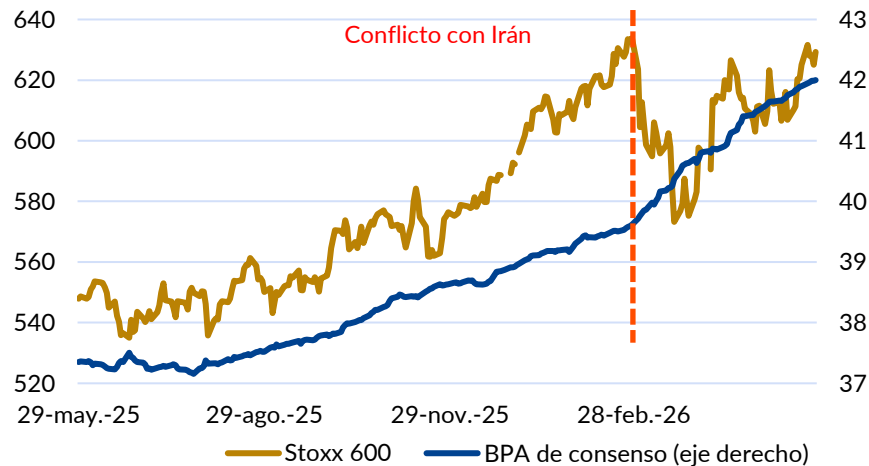
Fuentes: BCA Research y Alpine Macro.

Se acelera la tendencia alcista de los beneficios empresariales

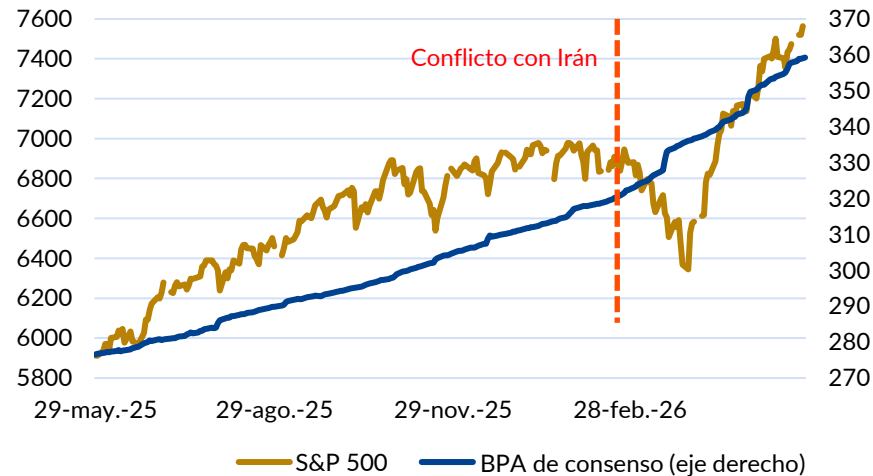
Capacidad creciente de generación de beneficios
Crecimiento previsto del BPA a 12 meses: +13,1 %

Momentum estructural positivo de los beneficios
Crecimiento previsto del BPA a 12 meses: +22,7 %

Stoxx Europe 600 : BPA de consenso a 12 meses

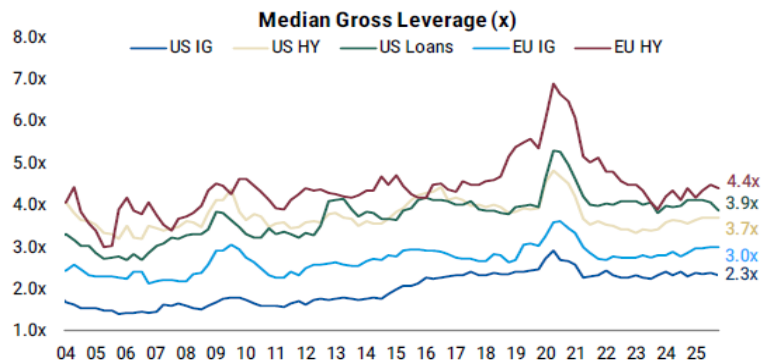


S&P 500: BPA de consenso a 12 meses

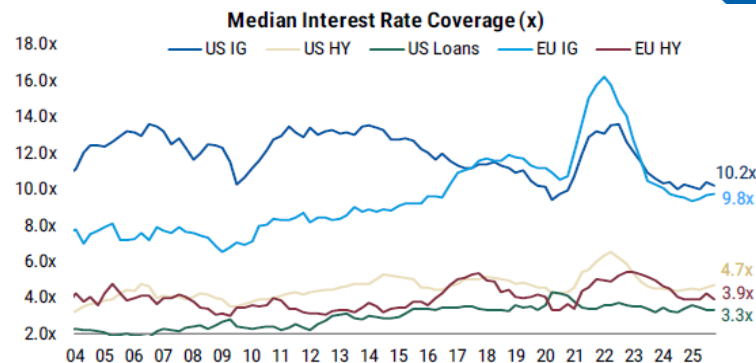


Fuente: Bloomberg, 17/12/2025.

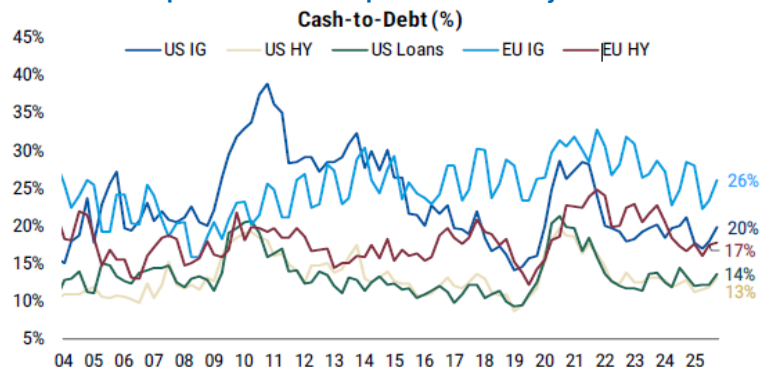
Apalancamiento neto – EUR Corporates IG – Deuda bruta/EBITDA



Cobertura de intereses – US & EU Corporates



Liquidez – EUR Corporates IG – Caja/Deuda



Las **métricas crediticias** continúan estabilizándose y mejorando incluso en el caso de los **emisores europeos**, pero se mantienen **cercanas a sus promedios históricos**.

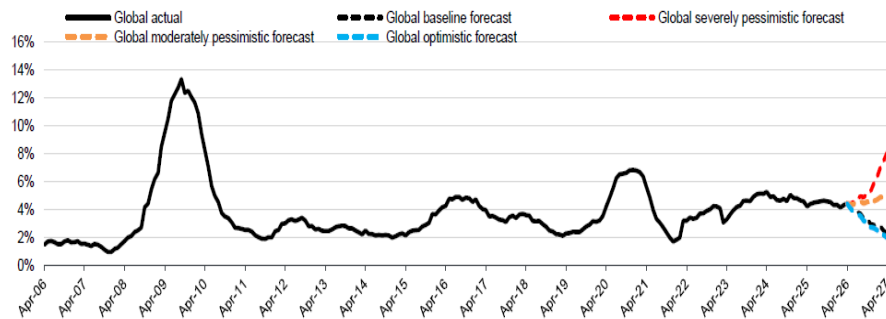
El **apalancamiento** se mantiene estable gracias a que los márgenes siguen siendo **resilientes**.

La **cobertura de intereses** se está estabilizando en **EE. UU.** alrededor de sus **promedios históricos** y mejora en **Europa** gracias a la mejora de los márgenes.

El **colchón de caja** como porcentaje de la deuda mejora y se sitúa por encima de su **promedio histórico**, a pesar de la caída reciente, gracias a la estabilidad del apalancamiento.

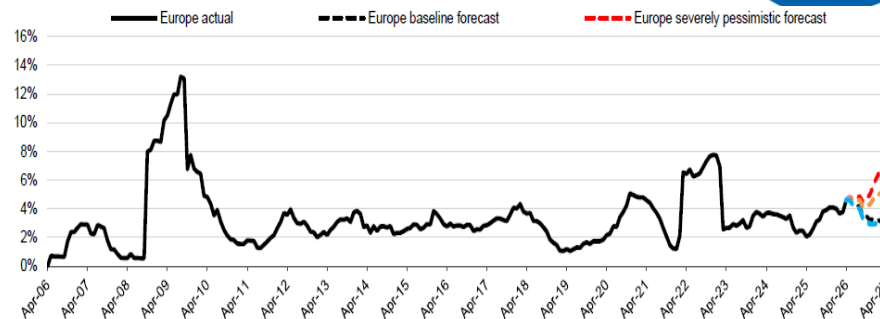
Fuente: Morgan Stanley.

Porcentaje de *defaults* – HY global



Fuente: Moody's Ratings.

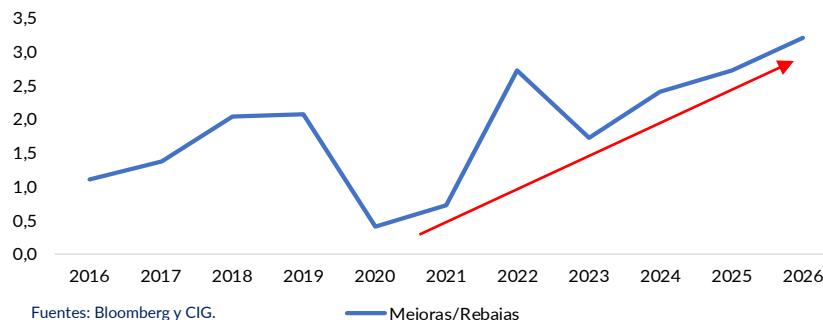
Porcentaje de *defaults* – HY europeo



Fuente: Moody's Ratings.

Rating upgrades vs. downgrades – IG global

Credit Rating Upgrade/Downgrade Ratio (IG, Dev. Mkts)
S&P, Moody's, Fitch



Fuentes: Bloomberg y CIG.

Mejoras/Rebajas

De la misma forma, los **niveles de *default* se mantienen históricamente bajos** a escala global, ligeramente por encima del 4 % anual, frente al 13 % registrado durante la crisis de 2008, con una **previsión de descenso continuo**. Las **tasas de *default* son similares en Europa**, aunque, en la región, el escenario base es que este indicador se acerque al 2 % hacia finales de 2027, a pesar del ligero deterioro del último año.

La **ratio de *upgrades* sobre *downgrades*** de calificaciones **continúa reflejando mejoras en la calidad crediticia** de los emisores, lo que pone de relieve la **solvencia de sus balances y la solidez de sus operaciones**.

Capex: atonía en la inversión general y clara orientación hacia la temática de la IA

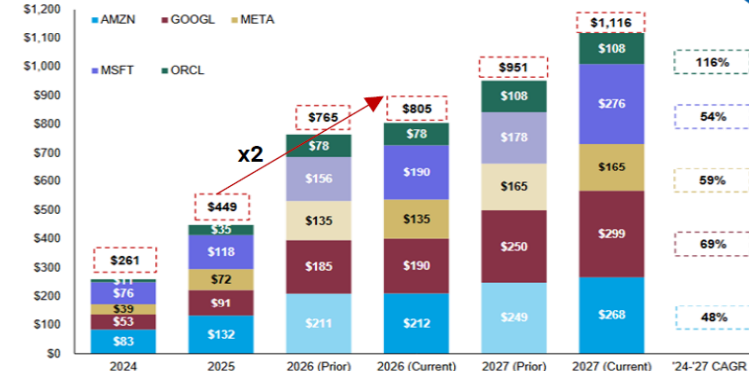
Las perspectivas económicas mejoran claramente



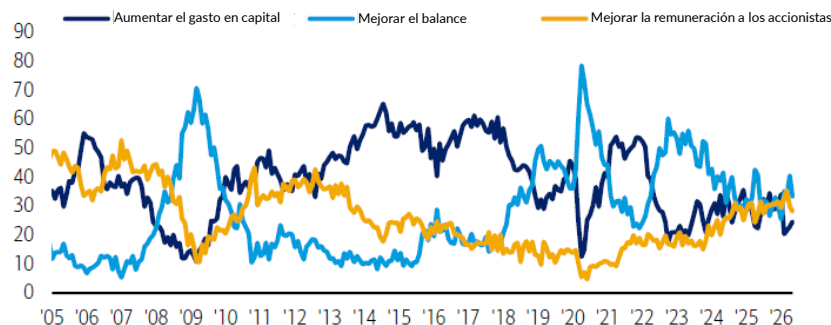
Esto hace que los inversores empiecen a preocuparse por el nivel de inversión en IA...



El crecimiento del capex proviene exclusivamente de la cadena de valor de la IA (MSFT, AMZN, GOOGL, ORCL y META)

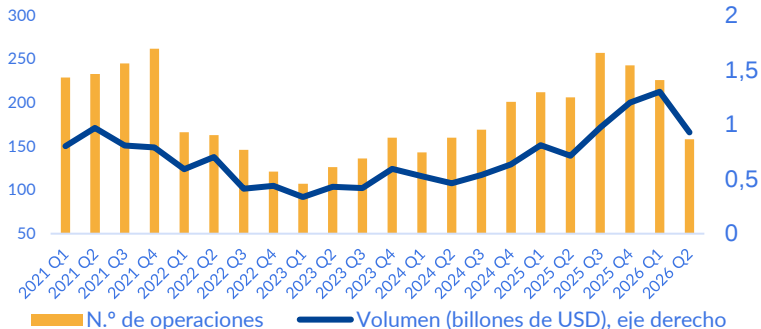


...por lo que los inversores demandan mayor remuneración para los accionistas si no encuentran proyectos rentables

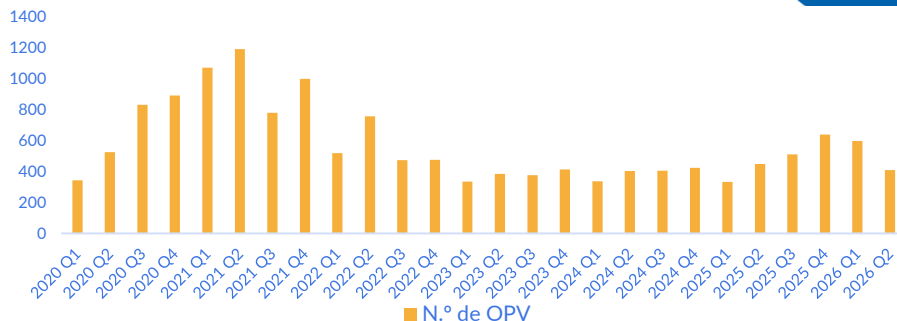


Actividad corporativa: tanto las fusiones y adquisiciones como las OPV siguen sin acelerar a la espera de las grandes operaciones

La operativa de fusiones y adquisiciones no acaba de traccionar...

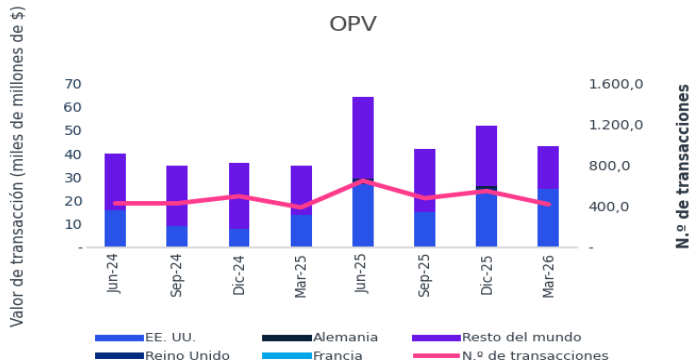


Con unos niveles de OPV aún presionados por la falta de acuerdo entre vendedores e inversores sobre la valoración



Fuente: Bloomberg.

Con el grueso de las operaciones concentrado en EE. UU....



...a la espera de las tres operaciones más grandes de la historia (>1 billón de USD)

SPACEX

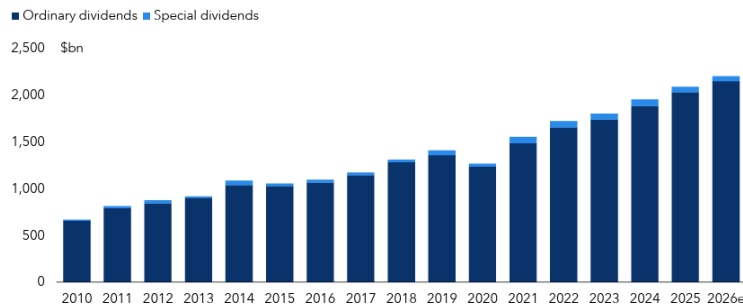
ANTHROPIC

OpenAI

Fuente: KPMG.

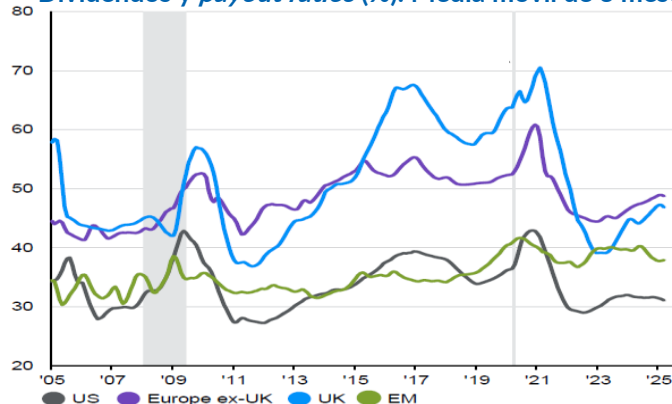
Remuneración al accionista: ante la falta de inversión, se mantiene la disciplina corporativa

Se espera un incremento del 5,7 % de los dividendos mundiales en 2026, frente al 6 % de 2025

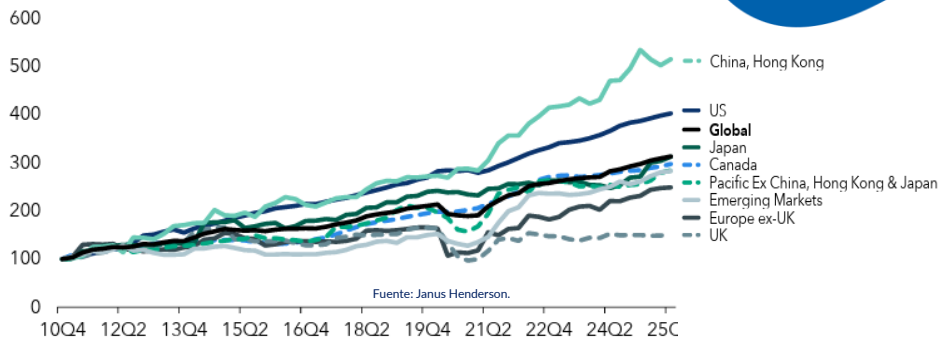


Fuente: Capital Group.

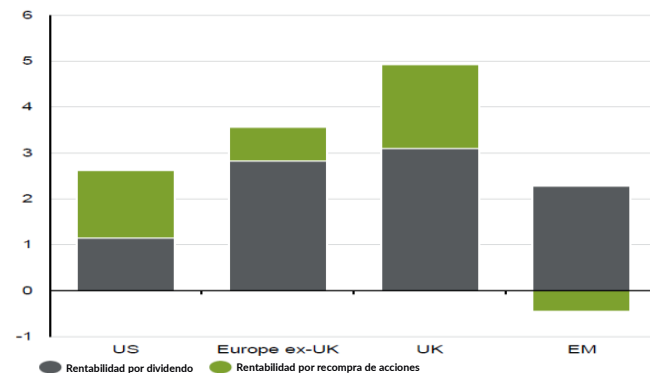
Dividendos y *payout ratios* (%). Media móvil de 3 meses



Aceleración en el pago de dividendos, excluida China.
EE. UU. +6,1 %; Europa +5,8 %; Japón +12,5 %



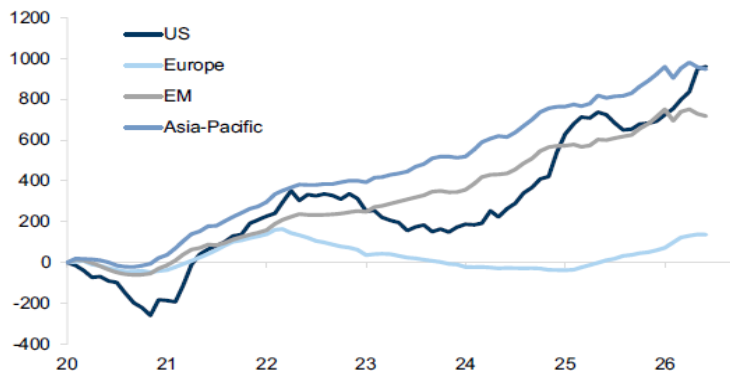
Rentabilidad por dividendo y por recompras de acciones (%)



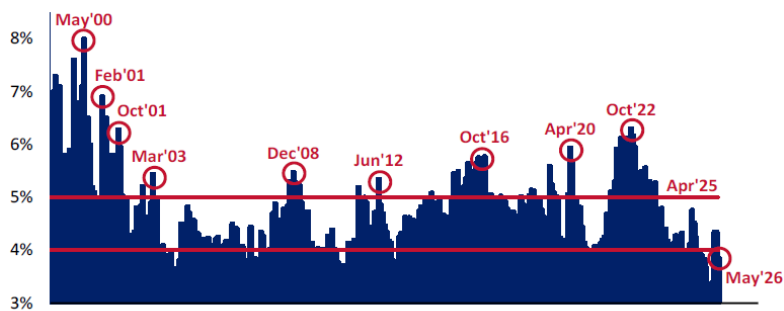
Fuente: JP Morgan.

Sin temor a la recesión, un posicionamiento aún agresivo invita a cierta cautela a corto plazo

Evolución de los flujos de dinero acumulados en RV (millardos de USD)



Los niveles de liquidez ajustados dejan poco margen para incrementar el peso en activos de riesgo

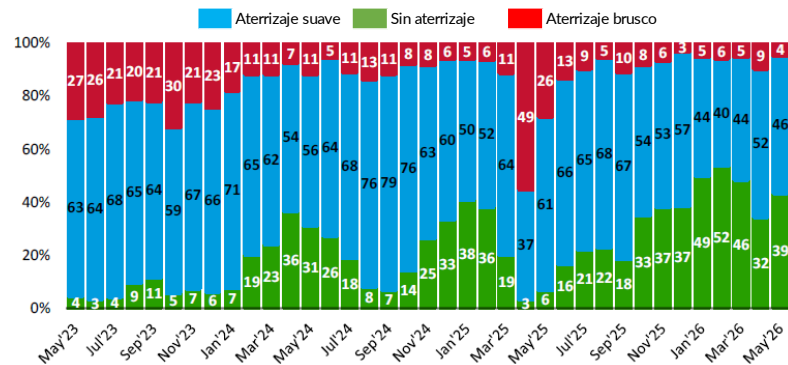


Fuentes: GS y BofA

Indicadores de sentimiento todavía en niveles razonables

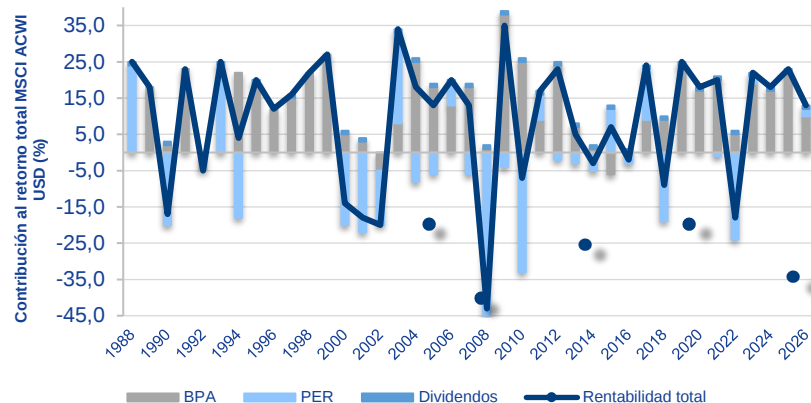


Las expectativas de recesión en los próximos 12 meses siguen moderadas

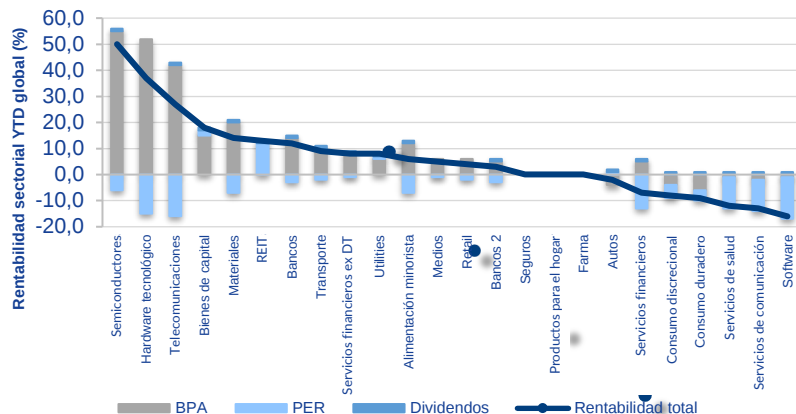


Desempeño: a pesar de las subidas, 2026 está siendo un año de *de-rating*

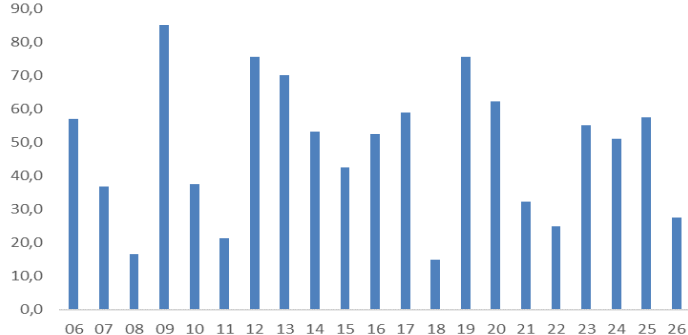
Procedencia del retorno del MSCI World en 2026



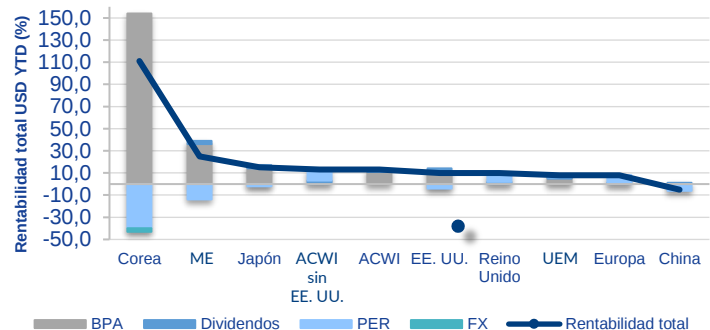
Procedencia del retorno por sectores del MSCI World en 2026



MSCI ACWI: porcentaje de acciones con mayor PER cada año



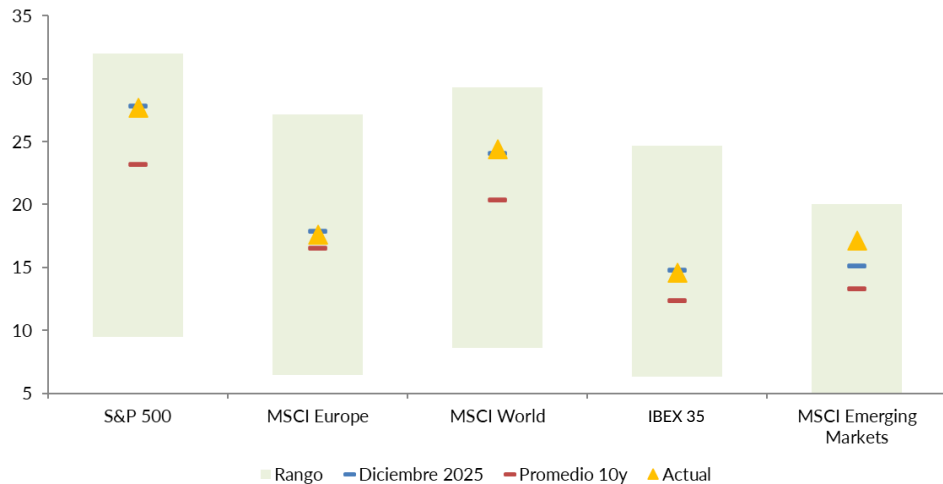
Procedencia del retorno por países del MSCI World en 2026



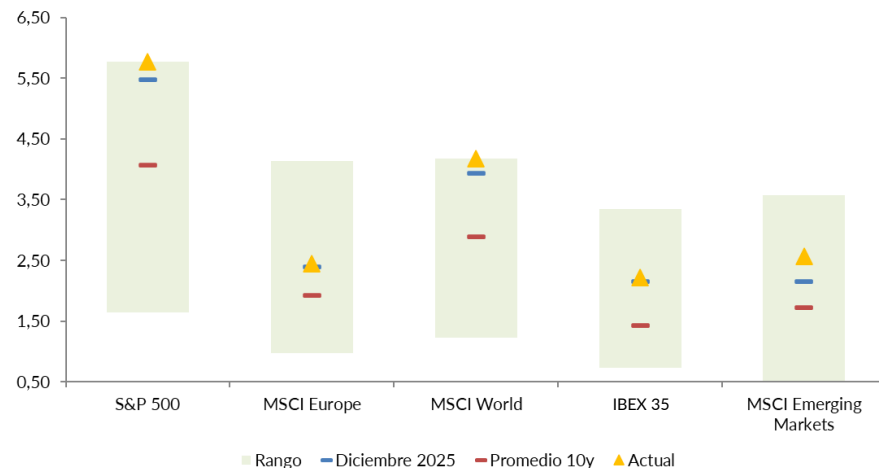
Fuente: MS. Datos a cierre de mayo.

Valoraciones: en niveles exigentes, pero aún lejos de los máximos históricos

Precio sobre beneficios (PER, x)



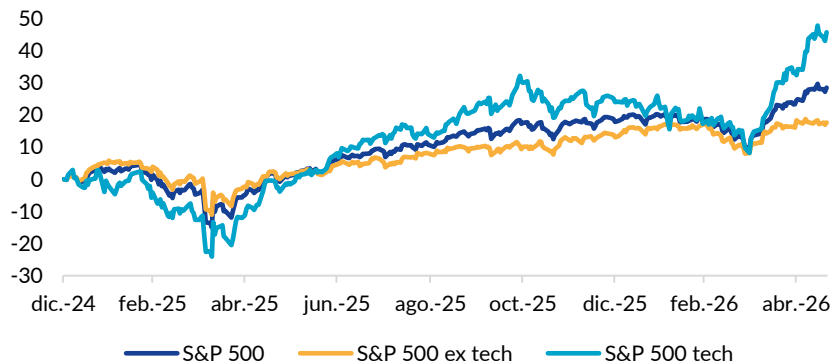
Precio sobre valor contable (P/B, x)



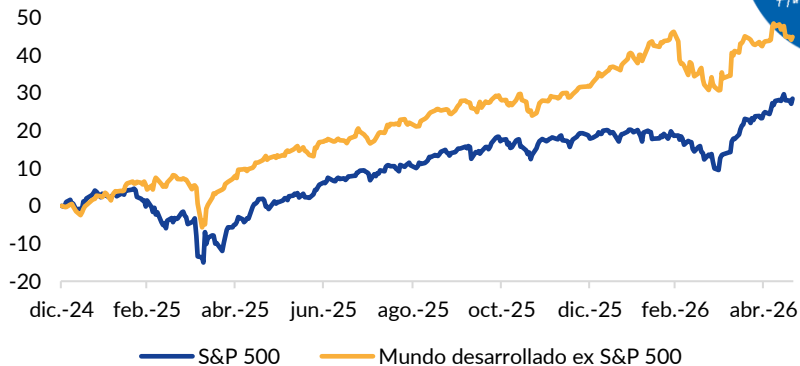
Fuente: Caja Ingenieros Gestión y Bloomberg. Datos a mayo de 2026.

El liderazgo de las grandes compañías estadounidenses persiste en un entorno de mayor amplitud geográfica

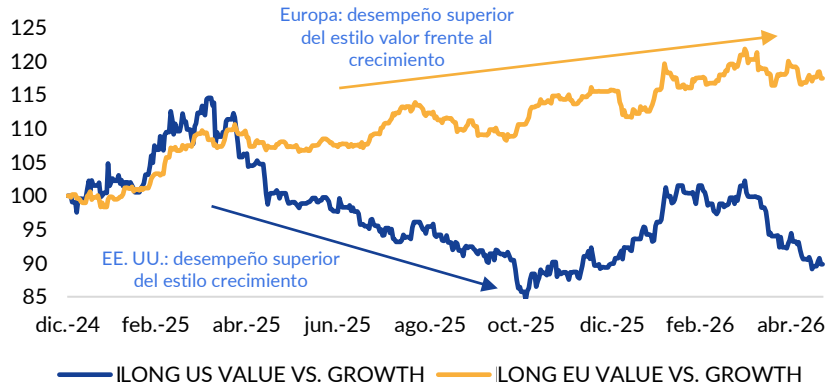
La evolución de los índices en EE. UU., muy dependientes del sector tecnológico



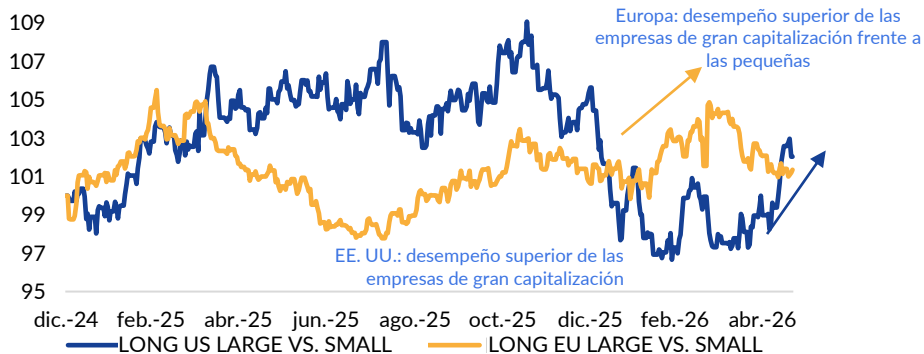
Divergencia entre EE. UU. y el resto del mundo



Divergencia entre los estilos valor y crecimiento en Europa y EE. UU.



Y, en un entorno de tipos elevados, las grandes compañías lideran las rentabilidades



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Datos a mayo de 2026.

La sostenibilidad pierde protagonismo frente a nuevas prioridades críticas: crecimiento, competitividad y defensa. Sin embargo, la IA impulsa los valores relacionados con la electrificación y la eficiencia energética.

Menor interés por las estrategias ISR



Las preocupaciones relacionadas con la sostenibilidad han quedado eclipsadas por prioridades como el crecimiento económico, la competitividad y la defensa.



La reacción política contra la inversión ASG en EE. UU. —y sus efectos de contagio en Europa— ha llevado a las gestoras de activos a ser más cautas respecto a las iniciativas ASG, e incluso algunas han reducido sus compromisos.



Incertidumbre y mayor exigencia regulatoria ante la evolución de las políticas que afectan a la inversión sostenible, incluida la revisión del Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR 2.0).



La baja rentabilidad reciente ha contribuido a reducir el interés por las estrategias ISR.

Tendencias en renta variable



El contexto de mercado ha sido poco favorable para las estrategias ISR: las acciones de *software* han sufrido por la incertidumbre asociada a la IA, mientras que los sectores de energía y materias primas han repuntado con fuerza. Esto penaliza a muchas estrategias ISR, que suelen estar más expuestas a tecnología y tienen poca o nula presencia en combustibles fósiles y materiales.



Aun así, el impacto ha sido menor de lo esperado: aunque algunos índices ASG van por detrás en 2026, la brecha de rentabilidad no es tan amplia como cabría anticipar. De hecho, los fondos centrados en energías renovables superan los índices generales en los últimos 12 meses.



Ganadores: las compañías de energías limpias, de semiconductores e infraestructuras vinculadas a la IA —como redes, centros de datos y electrificación— se han visto favorecidas por el crecimiento de la IA y la necesidad de soluciones energéticas más eficientes.

Tendencias en renta fija



El mercado de bonos sostenibles se estabiliza tras la caída de 2025: después de contraerse un 19 % en 2025, el volumen global repuntó a comienzos de 2026 y se espera que las emisiones se mantengan estables respecto al año anterior, en una horquilla de entre 800.000 y 900.000 millones de euros.



El *greenium* se reduce, lo que refleja una mayor madurez del mercado: en deuda verde corporativa global, la prima ha caído a 1,5 pb; en deuda soberana de mercados desarrollados, a 4 pb; y en mercados emergentes, a 12 pb. Emitir bonos ASG deja de ser solo una vía para reducir el coste de capital y pasa a ser una herramienta de acceso al mercado.



El nuevo estándar europeo EuGBS gana tracción: el volumen emitido con este sello europeo superó los 22.000 millones de euros en su primer año, liderado por las *utilities*, cuyas emisiones podrían crecer un 40 % en 2026.

ISR: la normativa SFDR 2.0 busca simplificar y endurecer la clasificación de los fondos sostenibles

La Comisión Europea ha presentado una propuesta para reformar el SFDR, el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles.

Tres objetivos:

1. Evitar el *greenwashing*.
2. Facilitar la comparación entre productos.
3. Reducir la carga regulatoria simplificando las obligaciones de información.

Tres nuevas categorías:

1. *Transition* (artículo 7), para productos que financien objetivos medibles de transición.
2. *ESG Basics* (artículo 8), para productos que integren factores de sostenibilidad.
3. *Sustainable* (artículo 9), para productos alineados con objetivos de sostenibilidad.

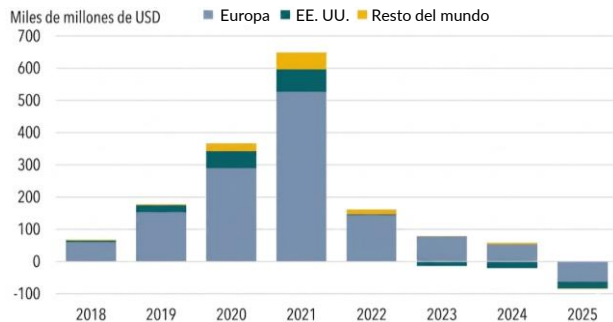
En conjunto, el SFDR 2.0 reducirá notablemente el universo de fondos oficialmente sostenibles en Europa.

- Muchos fondos considerados sostenibles podrían dejar de estar clasificados como tales: los nuevos productos del artículo 6 pasarían a dominar el mercado europeo.
- Las nuevas categorías incorporarán exclusiones obligatorias —p. ej., armas y tabaco—, además de restricciones más estrictas para combustibles fósiles.
- Se espera que el marco definitivo llegue, como pronto, entre 2026 y 2027.



Fuente: Morningstar Sustainalytics, noviembre de 2025.

En 2025, Europa cierra su primer año de salidas netas en fondos sostenibles. EE. UU. registra su tercer año consecutivo de salidas.



Sin embargo, durante el 1T26, los flujos hacia fondos sostenibles volvieron a terreno positivo en Europa, pero no en EE. UU. ni en el resto del mundo.

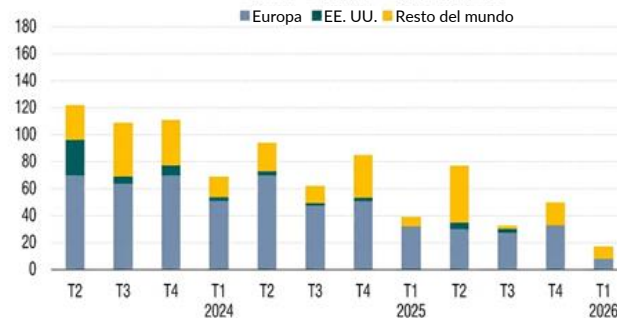


Fuente: Morningstar, mayo de 2026.

Europa amplía hasta el 86 % su peso en el total de activos en fondos sostenibles. EE. UU. representa solo el 9 %.

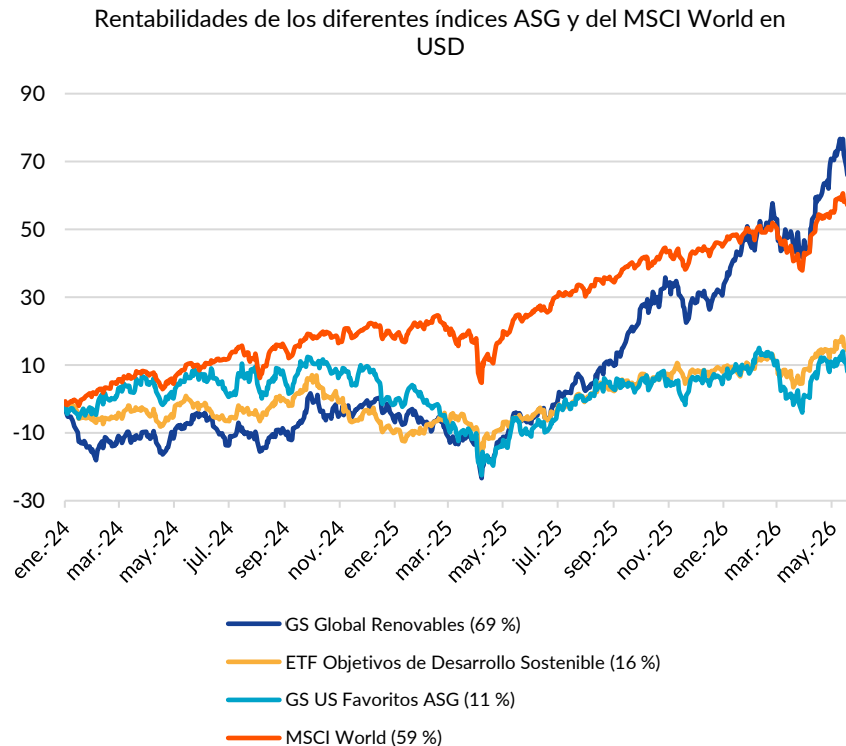


El desarrollo de producto cayó a nuevos mínimos, con solo 17 nuevos fondos sostenibles lanzados a escala global en el 1T26.

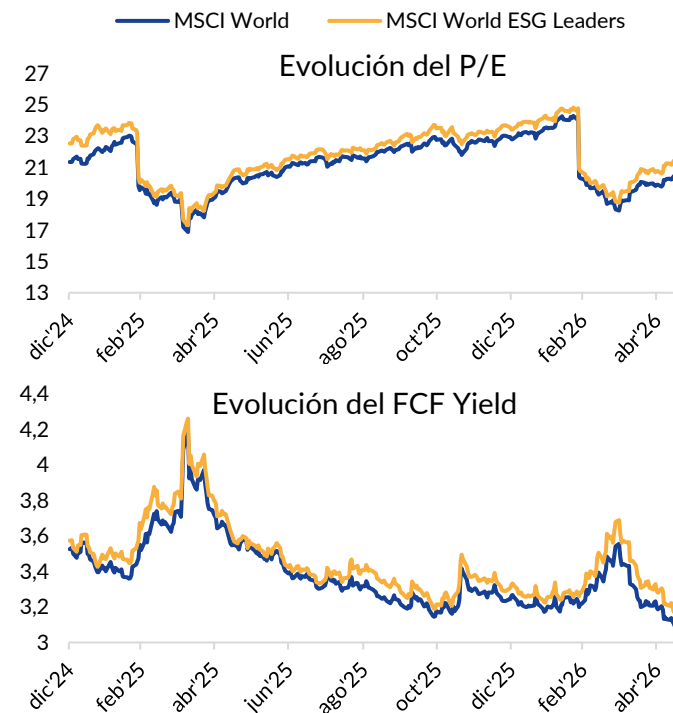


ISR: el desempeño de las compañías centradas en sostenibilidad sigue rezagado

Punto de inflexión en 2025 en el comportamiento de los activos ISR vinculados a la energía renovable, apoyados en la IA (centros de datos) y la transición energética.



El MSCI World ESG Leaders cotiza con prima en P/E, pero ofrece mayor FCF Yield que el MSCI World.



Diciembre de 2026 – Escenarios

		Aceleración 350 USD (+26 %)	Consenso 340 USD (+22,3 %)	Moderación 320 USD (+15 %)
		350 \$	340 \$	320 \$
PER	24x	8396	8149	7663
	23x	8046	7810	7344
	22x	7696	7470	7024
	21x	7346	7131	6705
	20x	6997	6791	6386
	19x	6647	6452	6066
	18x	6297	6112	5747

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Previsiones CIG: S&P 500 – 2026 (precio actual: 7.575)

Crecimiento estimado del BPA en 2026 (%) **+22 %**

PER actual (junio) **25,7x**

PER 2026 estimado* **22,8x**

Rentabilidad por dividendo **1,1 %**

* El PER estimado a 12 meses refleja la ratio PER prevista para los siguientes doce meses, calculada a precios actuales del índice y bajo el supuesto de que se cumpla la estimación de crecimiento del beneficio por acción (BPA).

Catalizadores. El mercado estadounidense mantiene un crecimiento sostenido gracias a la aceleración de los beneficios empresariales. La combinación de una economía estable, una política monetaria neutra, unas políticas fiscales aún favorables para empresas y hogares y, sobre todo, la gigantesca inversión en *capex* de inteligencia artificial e infraestructuras asociadas, que supone el 67 % del crecimiento del PIB, mantiene el impulso económico. A ello se suman niveles elevados de recompras de acciones y el incremento de la productividad, que comienza a extenderse más allá de las grandes tecnológicas.

Valoraciones. El PER estimado del S&P 500 a finales de año se sitúa en consonancia con su promedio de 10 años.

Perspectivas. Para la segunda mitad de 2026, se mantendrá un entorno constructivo, con crecimiento sostenido, inflación controlada y una política monetaria neutra. Los retornos continuarán siendo selectivos, apoyados en la evolución de los beneficios y en una mayor diversificación sectorial, en un entorno sin excesos en las valoraciones.

Diciembre de 2026 - Escenarios

		Aceleración 384 EUR (+15 %)	Consenso 380 EUR (+14 %)	Moderación 350 EUR (+5 %)
		384 EUR	380 EUR	350 EUR
PER	18x	6910	6850	6310
	17x	6527	6470	5959
	16x	6143	6089	5609
	15x	5759	5709	5258
	14x	5375	5328	4907
	13x	4991	4948	4557
	12x	4607	4567	4206

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Previsiones CIG: Euro Stoxx 50 - 2026 (precio actual: 6.070)

Crecimiento estimado del BPA en 2026 (%)	+11 %
PER actual (junio)	17,4x
PER 2026 estimado*	16,8x
Rentabilidad por dividendo	2,9 %

* El PER estimado a 12 meses refleja la ratio PER prevista para los siguientes doce meses, calculada a precios actuales del índice y bajo el supuesto de que se cumpla la estimación de crecimiento del beneficio por acción (BPA).

Catalizadores. El mercado europeo se mueve en un entorno de menor dinamismo económico, con un mayor impacto en el coste energético derivado del conflicto en el golfo Pérsico y sin un peso tan relevante de la tecnología como factor de crecimiento. El apoyo fiscal en varios países, centrado en la inversión pública, las infraestructuras, la defensa y la transición energética, sigue sosteniendo el ciclo, a pesar de que las principales economías, como Francia y Alemania, apuntan a un estancamiento. La resolución de los conflictos en Oriente Medio y Ucrania sería favorable para este mercado.

Valoraciones. El PER estimado del Euro Stoxx 50 a finales de año se sitúa un 8 % por encima de su promedio de 10 años.

Perspectivas. Para la segunda mitad de 2026, el escenario es neutral, con una combinación de inflación moderada, subidas de tipos esperadas y políticas económicas acomodaticias. Si se consolida una mayor estabilidad geopolítica, el entorno podría apoyar una evolución positiva.

Diciembre de 2026 – Escenarios

PER			
	Aceleración 1.345 EUR (+12 %)	Consenso 1.300 EUR (+8 %)	Moderación 1.262 EUR (+5 %)
	1.345 EUR	1.300 EUR	1.262 EUR
17x	22886	22069	21456
16x	21540	20771	20194
15x	20194	19472	18932
14x	18847	18174	17669
13x	17501	16876	16407
12x	16155	15578	15145

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Previsiones CIG: IBEX 35 – 2026 (precio actual: 18.360)

Crecimiento estimado del BPA en 2026 (%)	+8 %
PER actual (junio)	15,2x
PER 2026 estimado*	14,1x
Rentabilidad por dividendo	3,83 %

* El PER estimado a 12 meses refleja la ratio PER prevista para los siguientes doce meses, calculada a precios actuales del índice y bajo el supuesto de que se cumpla la estimación de crecimiento del beneficio por acción (BPA).

Catalizadores. La economía española sigue ejerciendo de locomotora, beneficiada por el auge del turismo y su impacto en los servicios, así como por el dividendo extra que generan los flujos migratorios. No obstante, una vez confirmado el punto de inflexión en política monetaria, habrá que estar atentos a la velocidad de las próximas decisiones y a su impacto en la composición sectorial del mercado español, dado su fuerte vínculo con los tipos de interés a través del sector financiero.

Valoraciones. El IBEX 35 cotiza por debajo del resto de índices europeos y en consonancia con sus promedios históricos, algo que no se corresponde con la solidez de sus beneficios, por lo que podrían seguir observándose alzas en sus niveles. Los riesgos parecen bien balanceados.

Perspectivas. Tras haber sido uno de los mejores selectivos en los últimos años, el índice español podría seguir mostrando cierta solvencia si se mantiene el actual entorno económico, siempre y cuando la economía global no entre en un proceso de desaceleración. Las bajas expectativas de los inversores y su reducido posicionamiento podrían ayudar en este sentido. Preferencia por compañías de gran capitalización.

Diciembre de 2026 – Escenarios

PER	Aceleración 143 USD (+50 %)	Consenso 135 USD (+41 %)	Moderación 115 USD (+20 %)
	143 \$	135 \$	115 \$
17x	2431	2295	1955
16x	2288	2160	1840
15x	2145	2025	1725
14x	2002	1890	1610
13x	1859	1755	1495
12x	1716	1620	1380

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Previsiones CIG: MSCI EM – 2026 (precio actual: 1.752)

Crecimiento estimado del BPA en 2026 (%)	+40 %
PER actual (junio)	18,5x
PER 2026 estimado*	13x
Rentabilidad por dividendo	2,27 %

* El PER estimado a 12 meses refleja la ratio PER prevista para los siguientes doce meses, calculada a precios actuales del índice y bajo el supuesto de que se cumpla la estimación de crecimiento del beneficio por acción (BPA).

Catalizadores. Sin duda, es la sorpresa de 2026. La composición del índice, orientada hacia países como Taiwán y Corea, lo sitúa como el índice representativo con mayor peso de compañías tecnológicas, por encima del S&P 500. Los cuellos de botella en la cadena de la IA permitirían alcanzar un crecimiento de beneficios pocas veces visto.

Valoraciones. El MSCI Emerging Markets cotiza por encima de sus múltiplos históricos y de los de otras economías desarrolladas, excluido EE. UU., debido a las fuertes perspectivas de crecimiento estimadas por los analistas, que reflejan un excelente momento en 2026 y podrían extenderse hasta 2027.

Perspectivas. Más allá de las consecuencias que puedan acarrear las negociaciones comerciales entre los países emergentes y EE. UU. y las dificultades en el mercado energético, los índices emergentes se han vuelto muy dependientes de la evolución de las compañías tecnológicas. En caso de confirmarse la aceleración del crecimiento del BPA, los EM podrían mantener su tono positivo durante el resto de 2026. Preferencia por la gran capitalización y por países asiáticos, excluida China.

DISCLAIMER

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025, y habilitada para la prestación de servicios de inversión a clientes en España, bajo la supervisión a estos efectos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El presente documento constituye un informe de inversión elaborado por el Departamento de Mercado de Capitales de CAJA INGENIEROS, con fines meramente informativos, de conformidad con las normas de conducta aplicables a los servicios de inversión en España.

El informe se ha realizado con el objetivo de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de su emisión, y está sujeto a cambios sin previo aviso. Aunque la información se basa en fuentes consideradas como fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de su seguridad.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que CAJA INGENIEROS podrá facilitar durante la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, los destinatarios deben considerar dicha información adicional de manera coherente con su contenido.

El contenido de los informes no constituye, en ningún caso, una oferta ni recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros mencionados pueden no ser adecuados para sus objetivos de inversión, por lo que debe tomar sus propias decisiones de inversión. En este sentido, CAJA INGENIEROS no se responsabiliza del mal uso de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones basándose en las valoraciones y opiniones recogidas en los informes.

En ningún caso, la información contenida en este documento se basará en consideraciones de las circunstancias personales de los destinatarios, ni constituirá una recomendación personalizada para realizar la compra, venta, suscripción, canje, reembolso o el mantenimiento o aseguramiento de un instrumento financiero específico. Tampoco servirá de orientación para ejercer o no cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para la compra, venta, suscripción, canje o reembolso de este. Se trata únicamente de una información orientativa general.

En cuanto a los precios objetivos que se puedan derivar del análisis efectuado por el Departamento de Mercado de Capitales de CAJA INGENIEROS, estos están sujetos a criterios de análisis fundamental y técnico, ponderando en cada caso los métodos que, según su opinión, se adecuan mejor a cada compañía en particular. Salvo indicación expresa en contrario, todos los precios objetivos se fijan con un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización, ni deben entenderse como indicaciones o recomendaciones de inversión.

La información contenida en el presente informe hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

El sistema retributivo de los analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos por el Grupo CAJA INGENIEROS durante el ejercicio económico. En ningún caso, la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en el presente informe ni al sentido de las recomendaciones que se detallan en él.

Los miembros del Departamento de Mercado de Capitales de CAJA INGENIEROS podrán poseer, a título personal, acciones de algunas de las compañías mencionadas en los informes o de sus filiales y participadas.



www.cajaingenieros.es