

A low-angle, upward-looking photograph of several tall skyscrapers in a city. The buildings are made of glass and steel, with their facades reflecting the sky. The perspective creates a sense of height and scale, with the buildings converging towards the top of the frame. The sky is filled with soft, white clouds.

FORUM

FINANCE

PERSPECTIVAS SEGUNDO
SEMESTRE 2026

JULIO 2026

ÍNDICE

- PERSPECTIVAS 2026 : EN POCAS PABLABRAS.....1**
- CONVICCIONES DE INVERSIÓN PARA EL SEGUNDO SEMESTRE DE 20262**
- BALANCE MACROECONÓMICO DEL 1S26 : PUNTOS DESTACADOS.....3**
 - GUERRA EN IRÁN, REPUNTE DEL PETRÓLEO Y RECUPERACIÓN DE LOS MERCADOS3
 - FORTALEZA DEL DÓLAR Y DIVERGENCIA DE POLÍTICAS MONETARIAS3
 - INTELIGENCIA ARTIFICIAL (IA) Y AMPLITUD DE MERCADO4
- DESEMPEÑO DEL MERCADO 1S26 : PANORAMA5**
- SCORECARD PARA EL 1S 20267**
- PERSPECTIVAS PARA EL SEGUNDO SEMESTRE DE 2026.....8**
 - PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO: ELIMINAR EL RIESGO DE BAJA.....8
 - PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN: TRANSMISIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA Y RITMO DE LA DESINFLACIÓN.....9
 - PERSPECTIVAS DE POLITICA MONETARIA11
 - VALORACIONES: OPERANDO EN LO ALTO DE LOS RANGOS HISTORICOS12
 - DINÁMICA DE MERCADOS: TENDENCIA FIRMEMENTE ALCISTA.....14
 - SENTIMIENTO: RECONSTRUIDO EN LO ALTO DE SU RANGO15
- ASIGNACIÓN POR CLASE DE ACTIVOS17**

En pocas palabras

Perspectivas económicas

- El alto el fuego en Irán ha eliminado el escenario más adverso para la economía mundial, reduciendo el riesgo de un shock energético prolongado y aliviando tensiones inflacionarias.
- A partir de ahora, la atención de los mercados se centrará en las decisiones de los principales bancos centrales, especialmente en Estados Unidos, donde el nuevo presidente de la Reserva Federal, Kevin Warsh, ha adoptado un tono más restrictivo y una comunicación menos orientativa que sus predecesores.
- La trayectoria de la inflación dependerá, en gran medida, de la rapidez con la cual la caída de los precios del petróleo se traslade a la economía real y de la amplificada tendencia de desinflación. Al mismo tiempo, el crecimiento económico podría seguir sorprendiendo positivamente, instaurando un escenario de inversión más favorable de lo que se anticipaba a comienzos de año.

Entorno de mercado

- Las condiciones de mercado continúan siendo bastante constructivas. La mayoría de las principales clases de activos y de los índices bursátiles mantienen una tendencia alcista y cotizan por encima de sus medias móviles de referencia, sin mostrar por el momento señales claras de sobrecalentamiento técnico.
- La intensa actividad en los mercados primarios —tanto en emisiones de deuda como en salidas a bolsa (IPO)— sugieren que existen ventanas de financiación abiertas y que el apetito por el riesgo sigue siendo sólido. No obstante, este dinamismo también refleja que el ciclo de mercado se encuentra en una fase más madura.
- El sentimiento de los inversores ha mejorado de forma significativa y vuelve a situarse en niveles relativamente elevados. Sin embargo, algunos indicadores empiezan a mostrar divergencias que sugieren un margen más limitado para nuevas entradas de capital y para una mayor toma de riesgo respecto al inicio del repunte.

Principales riesgos

- Un endurecimiento monetario más agresivo de lo previsto en EE. UU. por parte de la Reserva Federal podría desencadenar distorsiones si la inflación no refleja plenamente el descenso de los precios energéticos. Los tipos de interés reales podrían mantenerse elevados durante más tiempo, prolongando unas condiciones financieras restrictivas e incrementando el riesgo de recesión.
- Asimismo, la abundancia de nuevas emisiones de acciones y deuda, en un contexto de valoraciones elevadas, podría superar la capacidad de absorción de los inversores, provocando una ampliación de los diferenciales de crédito y un menor rendimiento de los activos recién emitidos.
- Finalmente, tras la fuerte recuperación registrada en los últimos meses, el elevado posicionamiento de los inversores deja a los mercados más expuestos a episodios de corrección si surgieran sorpresas macroeconómicas o geopolíticas.

Implicaciones para las inversiones

- La combinación de un crecimiento económico resiliente, una desaceleración de la inflación y unas tendencias de mercado todavía favorables continúa respaldando una visión positiva para los activos de riesgo durante el segundo semestre de 2026.
- En renta fija, favorecemos una aproximación más selectiva al crédito, incrementando el interés por los bonos soberanos de corta duración, que vuelven a ofrecer niveles atractivos de rentabilidad con un riesgo limitado de duración, y renta fija de determinados segmentos especializados, como el mercado de alto redimiento nórdico.
- En un entorno de valoraciones bursátiles elevadas y ciclo económico en una fase más avanzada, resulta aconsejable priorizar las estrategias alternativas líquidas y una gestión más activa del riesgo, en lugar de depender exclusivamente de la evolución general de los mercados (beta).
- Por último, la reducción de los riesgos geopolíticos, la fortaleza del dólar estadounidense y unos tipos reales más elevados abogan reducir parcialmente la exposición al oro y gestionar la inversión en metales preciosos desde una perspectiva más táctica.

Convicciones de inversión para el segundo semestre de 2026

#1 – Bonos del estado de corta duración en mercados desarrollados: En un mercado dominado por el entusiasmo en torno a la renta variable, a la inteligencia artificial, y a las estrategias de “carry”, los bonos gubernamentales de alta calidad y corta duración en Estados Unidos, la zona euro y el Reino Unido vuelven a ofrecer una atractiva y prudente combinación riesgo-beneficio. Los rendimientos actuales se sitúan claramente por encima de los niveles observados tras la pandemia, mientras que el riesgo asociado a la duración permanece contenido. Además, constituyen una valiosa fuente de flexibilidad en caso de desaceleración económica o fluctuación del sentimiento de mercado.

#2 – High Yield Nórdico: Los bonos nórdicos de alto rendimiento combinan cupones atractivos (entre el 8 % y el 9 %) con una duración reducida y una creciente profundidad de mercado. Esto ofrece rendimientos potencialmente cercanos a los de renta variable, con riesgo de renta fija. Tras el exceso de emisiones registrado en 2025, las valoraciones parten de niveles más interesantes y el mercado afronta 2026 respaldado por una sólida demanda de refinanciación y por un contexto económico más favorable.

#3 – Renta Variable Long/Short en Mid Caps estadounidenses: Las compañías estadounidenses de mediana capitalización presentan una elevada dispersión entre los grandes beneficiarios de la Inteligencia Artificial (IA), los sectores cíclicos y aquellas empresas con desafíos estructurales. Este entorno favorece especialmente las estrategias Long/Short, que permiten capturar el potencial de crecimiento de beneficios derivado del ciclo de inversión en IA al mismo tiempo que reducen la exposición a los riesgos de valoración y de política monetaria.

#4 – Renta Variable de Mercados Emergentes: Los mercados emergentes continúan siendo uno de los principales beneficiarios del ciclo de inversión en IA y semiconductores, especialmente en Asia. La mejora de los términos de intercambio, la estabilización de la inflación, unas valoraciones todavía inferiores a las de los mercados desarrollados y un dólar estadounidense que se debilita, respaldan una visión constructiva. Seguimos favoreciendo compañías de elevada calidad, empresas exportadoras y economías inmersas en procesos de reforma estructural.

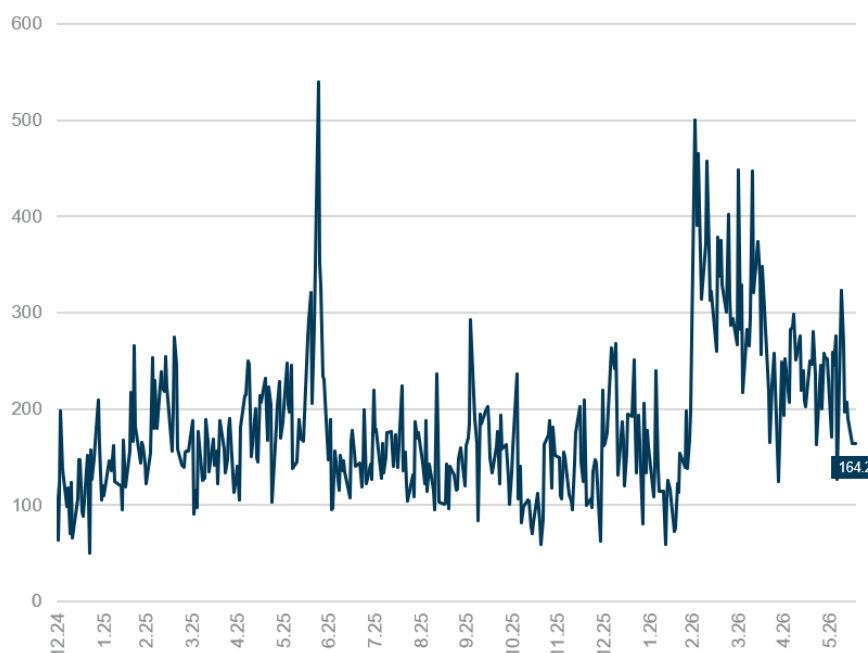
#5 – Yen Japonés: El yen continúa cotizando casi en mínimos de décadas, mientras que el Banco de Japón avanza gradualmente hacia la normalización de su política monetaria y la inflación doméstica se vuelve más duradera. En este contexto, la divisa japonesa presenta un atractivo potencial de apreciación a medio plazo. A medida que disminuyan los diferenciales de tipos de interés y se establezca el crecimiento mundial, incluso un endurecimiento moderado de la política monetaria japonesa podría impulsar una recuperación significativa del yen. Además, la moneda japonesa continúa siendo un excelente activo defensivo para diversificar las carteras frente a posibles episodios de volatilidad o tensiones geopolíticas.

Balance macroeconómico del 1S26 : Puntos Destacados

Guerra en Irán, repunte del petróleo y recuperación de los mercados

El estallido del conflicto en Irán a finales de febrero provocó uno de los episodios de volatilidad más intensos del ciclo. El precio del petróleo llegó a aproximarse a los 120 dólares por barril, se evaporaron cerca de nueve billones de dólares de capitalización bursátil a nivel mundial y los mercados revisaron de forma significativa sus expectativas sobre futuras bajadas de tipos de interés. Sin embargo, el impacto resultó transitorio. A medida que el precio del crudo retrocedió, los beneficios empresariales mostraron una notable resiliencia y los inversores volvieron a centrar su atención en la temática estructural de la inteligencia artificial. Como consecuencia, los principales índices bursátiles recuperaron rápidamente las pérdidas y cerraron el semestre en nuevos máximos o muy próximos a ellos a pesar de la caída.

Gráfico 1 : Riesgo geopolítico



Source: Bloomberg a 30 de junio de 2026
GPRXGPRD Index: Geopolitical Risk (GPR) Index

Fortaleza del dólar y divergencia de políticas monetarias

En este contexto, el dólar estadounidense se fortaleció frente a las principales divisas y a las de los mercados emergentes, respaldado por unos rendimientos estadounidenses relativamente altos y por los flujos hacia activos refugio durante los episodios de volatilidad geopolítica y de los mercados. La divergencia de políticas monetarias y la persistencia de la inflación en EE. UU. mantuvieron elevadas las expectativas de tipos de interés, lo que convirtió al dólar en un eje clave para el rendimiento transfronterizo de la renta variable de los mercados emergentes, la deuda en moneda local y las operaciones de carry trade globales.

Gráfico 2: Dollar Index

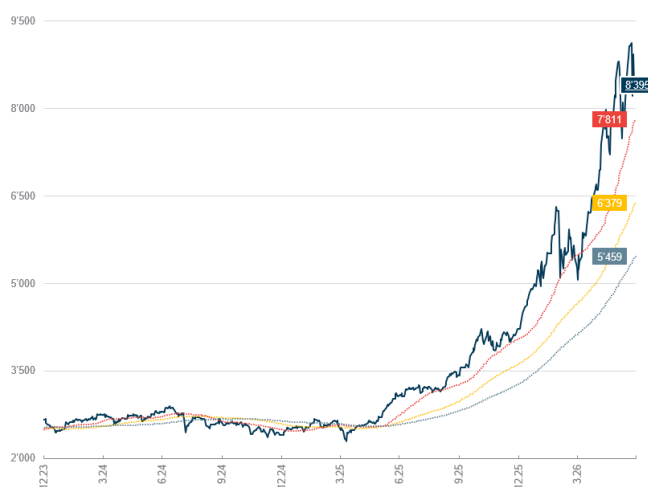


Source: Bloomberg a 30 de junio de 2026
DXY Curncy: U.S. Dollar Index

Inteligencia Artificial (IA) y amplitud de mercado

La renta variable del sector IA y de semiconductores continuó siendo el principal catalizador de los mercados financieros durante la primera mitad de 2026. Las compañías vinculadas a la fabricación de semiconductores y a las infraestructuras necesarias para el desarrollo de la IA registraron rentabilidades trimestrales récord. El liderazgo bursátil se fue ampliando progresivamente hacia otros mercados. El índice Kospi de Corea del Sur, gracias a su elevada exposición a fabricantes de chips de memoria y lógica, se convirtió en un actor clave en la expansión de la IA. Al mismo tiempo, sectores como el financiero, el industrial y determinadas compañías cíclicas empezaron a participar de forma más activa en la recuperación, contribuyendo a una mayor amplitud del mercado y manteniendo los índices globales cerca de sus máximos.

Gráfico 3 : Índice KOSPI de Corea del Sur



Source: Bloomberg a 30 de junio de 2026
KOSPI Index: Korea SE Kospi Index

Desempeño del mercado 1S26 : panorama

Los mercados de **renta fija soberana** mostraron una evolución desigual por la persistencia de la inflación y la resiliencia del crecimiento económico que mantuvieron elevados los rendimientos de los bonos de corto plazo, mientras que las referencias de más largo plazo permanecieron relativamente estables.

Dentro del crédito, tanto la deuda corporativa con grado de inversión como el segmento High Yield ofrecieron resultados algo superiores a la deuda pública, apoyados por unos diferenciales de crédito contenidos, un entorno económico favorable y unas tasas de impago bajas.

Gráfico 4: Rentabilidad total desde principios de año

		Local	CHF	EUR	GBP	USD
Fixed Income	Cash		0.0	1.0	1.9	1.8
	Global Aggregate ¹		(0.9)	0.3	1.1	1.1
	Global Agg Corporate ²		(0.8)	0.4	1.3	1.3
	Global High Yield		0.7	1.9	2.7	2.8
	EM USD Aggregate		3.9	4.8	3.4	2.0
Equity	World	10.4	11.7	12.7	11.2	9.7
	United States	9.9	12.1	12.9	11.7	9.9
	Europe	10.3	9.9	10.7	9.3	7.8
	United Kingdom	7.6	8.3	9.1	7.6	6.2
	Switzerland	9.4	9.4	10.4	9.2	7.4
	Japan	20.0	18.1	18.9	17.6	15.8
	Emerging Markets	26.8	26.1	27.2	23.8	23.8
Alternative	All Hedge Fund ²		4.8	6.0	6.8	6.9
	Oil (WTI)		23.5	24.5	23.0	21.0
	Gold		(5.4)	(4.6)	(5.7)	(7.2)
	Bitcoin		(31.8)	(31.2)	(32.0)	(33.1)
	USD		2.0	2.8	1.6	-

Source: Bloomberg

Datos: al cierre del 30 de junio de 2026

La **renta variable estadounidense** prolongó su tendencia positiva durante la primera mitad del año, beneficiándose del fuerte ciclo de inversión en IA, de unos beneficios empresariales sólidos y de la expectativa de una futura normalización de la política monetaria.

Las compañías de pequeña capitalización volvieron a destacar, favorecidas por unas condiciones financieras más flexibles, por la resiliencia del crecimiento doméstico y por un proceso de recuperación frente al extraordinario comportamiento registrado anteriormente por las grandes compañías tecnológicas a pesar de mayor volatilidad y de la sensibilidad a las tasas de interés.

La **renta variable europea** obtuvo rentabilidades positivas, impulsada por los sectores cíclicos, la mejora de la confianza en el sector manufacturero y determinadas empresas industriales vinculadas a la IA. El rendimiento se vio atenuado por incertidumbre política y el menor dinamismo de beneficios en sectores más defensivos.

¹ Datos a 29 de junio de 2026

² Cobertura de divisas

La **renta variable japonesa** sigue destacando con beneficios de aproximadamente 20% en divisa local, convirtiendo a Japón en uno de los países con mejor rendimiento en el primer semestre de 2026. Las reformas de gobernanza corporativa, el incremento de la remuneración al accionista y una política monetaria todavía acomodaticia respaldaron la evolución positiva de la bolsa japonesa. La volatilidad del yen continuó siendo uno de los principales factores que condicionaron la rentabilidad obtenida por los inversores internacionales.

La **renta variable de mercados emergentes** fue el grande protagonista del semestre con rentabilidades de alrededor de 25% en dólares estadounidenses, superando ampliamente a los mercados desarrollados. Las economías asiáticas vinculadas a la cadena global de IA y semiconductores como las de China, Taiwán y Corea del Sur lideraron las subidas. En contraste, India tuvo rentabilidades planas o negativas debido principalmente a unas valoraciones más elevadas y a una cierta moderación de los flujos internacionales.

El **dólar estadounidense** registró una apreciación moderada frente a la mayoría de las divisas del G10. Por su lado, las fuertes oscilaciones del yen siguieron condicionando la rentabilidad en moneda extranjera de las inversiones realizadas en renta variable japonesa.

Las **estrategias alternativas** generaron rentabilidades positivas en lo que va de año, con índices de “hedge funds” subiendo entre un 5 y un 7% en las principales divisas. Las estrategias vinculadas a la renta variable y a estrategias macro se beneficiaron de la elevada dispersión entre sectores y compañías, así como de un entorno especialmente favorable para las estrategias macro y de selección de valores. En cambio, las estrategias de arbitraje y de valor relativo en crédito se enfrentaron a un contexto más complejo debido a la compresión de los diferenciales y a la reducida volatilidad del mercado.

El comportamiento de las **materias primas** fue heterogéneo. El petróleo (WTI) acumuló una importante subida (> 20%) durante buena parte del semestre, antes de reducir parte de sus ganancias a finales de junio. Los metales industriales, el cobre en particular, continuaron respaldados por la creciente demanda derivada de la electrificación y del despliegue de infraestructuras vinculadas a la IA.

El **oro** se mostró volátil y ligeramente negativo desde el inicio del año, en todas las divisas. Mas bien una fase de consolidación tras varios años de fuertes revalorizaciones, que un cambio de la política de compra por bancos centrales a medio plazo y riesgo fiscal.

Los **activos digitales** tuvieron un comportamiento peor que otras clases de activos. Bitcoin registró una caída cercana al 30 % durante el primer semestre, mientras que Ethereum permaneció muy por debajo ciclos anteriores en un contexto de volatilidad elevada, de reducción de posiciones tras el repunte y una demanda institucional más selectiva centrada en infraestructura y tokenización.

Scorecard para el 1S 2026

#1 – Pequeñas y medianas capitalizaciones estadounidenses³: Las pequeñas capitalizaciones estadounidenses subieron un 22,6 %, aproximadamente el doble de la rentabilidad del índice de grandes capitalizaciones. Esto supone el mejor rendimiento del índice en un primer semestre desde 1991, lo que pone de relieve un movimiento excepcional más que un repunte cíclico típico.

#2 – Credito Long/Short⁴: Las estrategias de crédito largo/corto superaron a los índices de grado de inversión (IG) y de alto rendimiento (HY) en el primer semestre del año, participando en la subida y proporcionando al mismo tiempo una protección significativa durante la caída del mes de marzo. Esto reflejó su capacidad para aprovechar oportunidades idiosincrásicas y gestionar la exposición al beta de forma más eficiente que las estrategias tradicionales de carry y duración exclusivamente largas.

#3 – Dolar Estadounidense⁵:

Los índices generales de dólar registraron una subida moderada en lo que va de año, indicando una apreciación frente a una cesta de divisas de los principales socios comerciales. Las oscilaciones no fueron extremas, pero sí suficientes para revertir parte de la debilidad observada a lo largo de 2025, ya que las tensiones geopolíticas y los tipos de interés sólidos en EE. UU. respaldaron al dólar.

#4 – Renta Variable de Mercados Emergentes⁶: Un contexto global ampliamente favorable —un crecimiento resistente en EE. UU., expectativas de una relajación gradual, más que agresiva, por parte de la Fed y una volatilidad contenida— favoreció a la renta variable de mercados emergentes con beta más alta. Los movimientos de las divisas fueron dispares según el país, pero, en conjunto, no contrarrestaron por completo las ganancias de la renta variable, lo que permitió a los mercados emergentes mantener su rendimiento superior frente a los mercados desarrollados.

Código de colores

Verde: convicción acertada que ha generado resultados positivos – Gris: convicción cuyo rendimiento estuvo en línea con las expectativas – Rojo: convicción que resultó ser errónea.

³ Russell 2000 Total Return (22.6%) vs. Russell 1000 Total Return (10.3%).

⁴ Bloomberg Credit Long/Short Hedge Fund Index (4.4%) vs. Bloomberg Global Aggregate Corporate Total Return Hedged USD (1.3%), and Bloomberg Global High Yield Total Return Hedged USD (2.8%).

⁵ Dollar Index (+2.9%)

⁶ MSCI Emerging Markets Net Total Return in USD (23.8%) vs. MSCI World Net Total Return in USD (9.7%).

Perspectivas para el segundo semestre de 2026

Perspectivas de crecimiento: Eliminar el riesgo de baja

El alto el fuego en Oriente Medio y la reapertura del estrecho de Ormuz marcan un punto de inflexión para la economía mundial, eliminando una de las principales amenazas al crecimiento económico. En el momento más intenso del conflicto, los mercados descontaban un prolongado choque de oferta: un petróleo por encima de los 110 dólares, interrupciones en las cadenas de suministro y un deterioro de la confianza empresarial. Con la normalización progresiva del transporte marítimo y la reducción de las primas de riesgo, este escenario extremo ha perdido gran parte de su probabilidad a pesar de su riesgo geopolítico residual. El alto el fuego no genera más productividad sino evita daños mayores. El episodio de guerra frenó la actividad en Oriente Medio y amplió la incertidumbre, pero fue demasiado breve para alterar de forma duradera la intensificación del capital o la oferta de mano de obra de las economías desarrolladas. En cuanto a inversión, las empresas normalizan tasas mínimas de rentabilidad y de descuento para proyectos de alto consumo energético, evitando cancelaciones que se hubieran producido en caso de bloqueo prolongado.

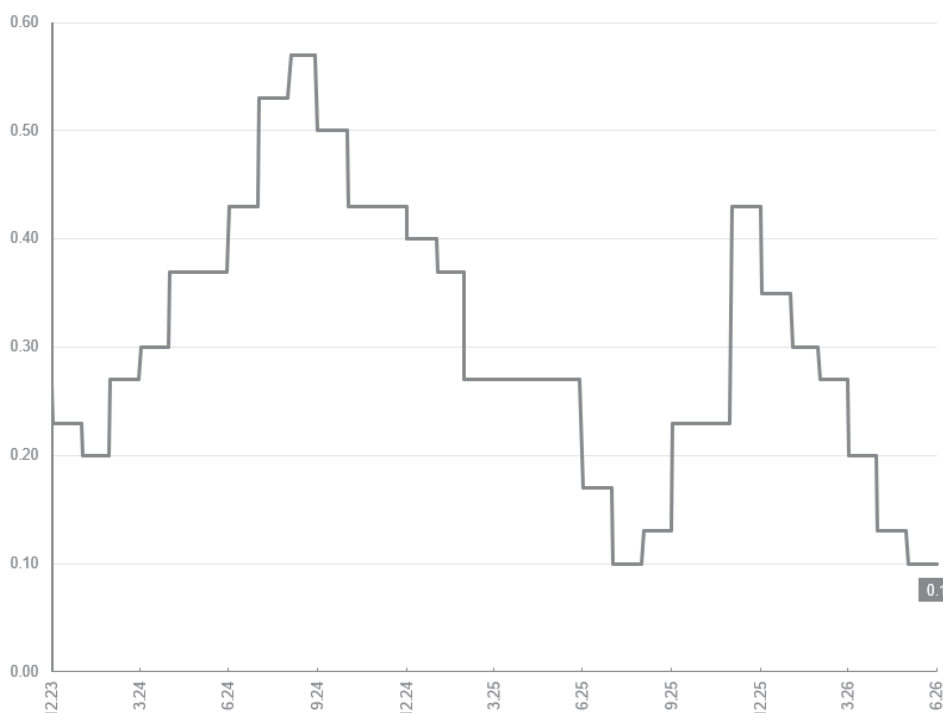
En **EE.UU.**, la eliminación del escenario más pesimista de un nuevo shock petrolero reduce la probabilidad de una desaceleración brusca y favorece un escenario de crecimiento cercano a su potencial. El alto el fuego baja los riesgos extremos para los márgenes de refinería, los costes de transporte y los beneficios empresariales sensibles a la energía. Esto reduce la probabilidad de un endurecimiento abrupto de las condiciones financieras a través de un episodio de aversión al riesgo inducido por el petróleo.

En la **zona del euro**, donde el anterior repunte de los precios de la energía provocado por la guerra había vuelto a endurecer las condiciones financieras, la bajada de los precios del petróleo elimina un obstáculo clave para la demanda interna y la industria manufacturera. La región estuvo al borde del estancamiento, por el aumento de costes energéticos que erosionaba rentas reales y competitividad. Con el petróleo alejándose de niveles de tres dígitos y la bajada de las primas de riesgo del gas, disminuye el riesgo de recesión y aparece una posible trayectoria de crecimiento.

Como importante importador de energía, **Japón** figura entre los principales beneficiarios de la caída de los precios de la energía. La mejora de los términos de intercambio favorece tanto a las empresas como al consumo privado, y reduce el riesgo de fragilizar de nuevo los salarios. Este entorno favorece la moderada mejora sin poner en riesgo el crecimiento.

El caso de **China** es algo más matizado. Como gran importador de petróleo, se beneficia directamente de la bajada de los costes energéticos, respaldando márgenes industriales y aliviando costes de transporte y de logística. Sin embargo, estos factores positivos siguen viéndose compensados por la debilidad de ingresos y la inversión en capital de exportadores de materias primas, así como por una demanda interna frágil. El alto el fuego aleja a medio plazo un escenario bajista de crisis energética, pero el sector inmobiliario, la demografía y el ajuste de las políticas siguen siendo las principales limitaciones.

Gráfico 5. Indicador de recesión de la regla de Sahm



Nota: El indicador de recesión de Sahm señala el inicio de una recesión cuando la media móvil de tres meses de la tasa de desempleo nacional (U3) aumenta en 0,50 puntos porcentuales o más con respecto al mínimo de las medias móviles de tres meses registrado durante los 12 meses anteriores

Source: Bloomberg a 30 de junio de 2026.

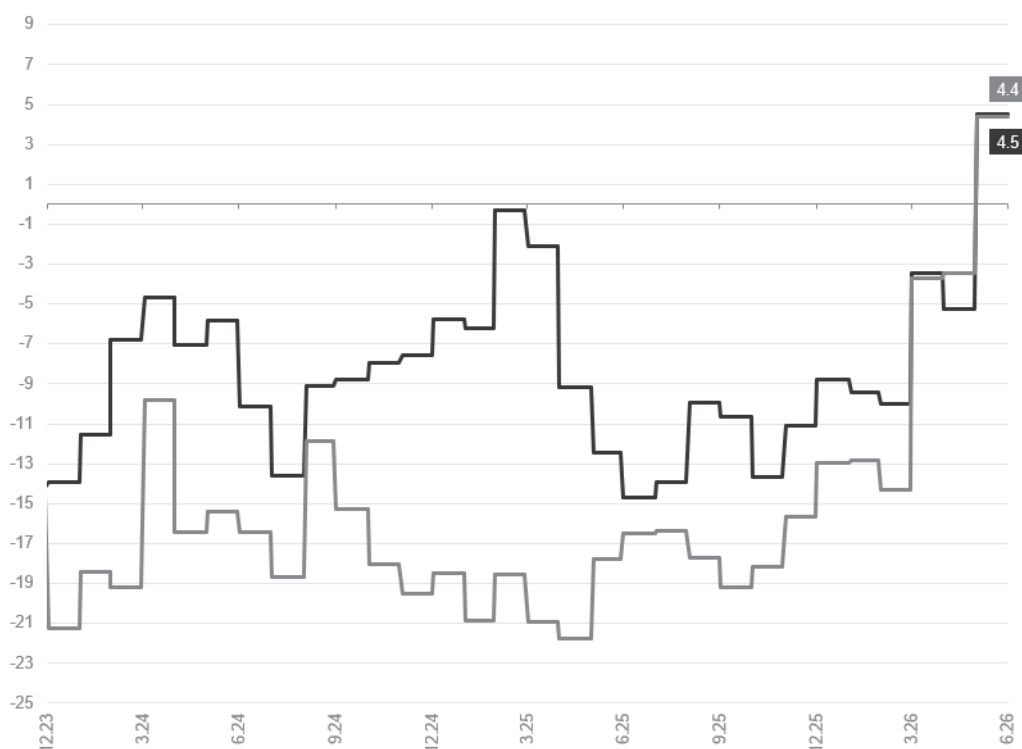
SAHMLRT Index: Sahm Rule Recession Indicator

Perspectivas de inflación: transmisión de los precios de la energía y ritmo de la desinflación

El alto el fuego permite la reversión de la crisis energética provocada por la guerra, con diferencias regionales en cuanto a la rapidez con la que la bajada del precio del petróleo se refleja en los precios. El cierre y la reapertura del estrecho de Ormuz generaron un impulso de costes que ahora se está invirtiendo a medida que el Brent retrocede de máximos alcanzados durante la crisis. Esto cambia el impacto incremental de la inflación en un efecto desinflacionista durante los próximos 6 a 12 meses, en vez de una trayectoria de conflicto prolongado.

Históricamente, los descensos del coste de la energía suelen reflejarse en la inflación general durante los siguientes 1 a 3 meses, primero a través del precio de los carburantes y posteriormente en un plazo de 6 a 12 meses mediante menores costes de transporte, alimentación y producción. El repunte anterior ya había incitado a los bancos centrales —especialmente en Europa— a retrasar desinflación, mientras que el alto el fuego acorta el plazo en el cual la energía contribuye a la inflación y adelanta el momento en que los efectos básicos se vuelven negativos, acelerando la vuelta al escenario de guerra.

Gráfico 6. Índice de sorpresa inflacionaria



Source: Bloomberg a 30 de junio de 2026.

CSIIGL: Índice Global de Sorpresa inflacionaria de Citi – **CSIIEM:** Índice de Sorpresa de inflacionaria de Mercados Emergentes de Citi

En Estados Unidos, el descenso del precio de la gasolina debería contribuir de unas décimas el IPC en el próximo año, en comparación a un escenario de conflicto prolongado con poco impacto sobre el consumo, pero con reducido riesgo de tensiones entre precios y salarios. Esto permite que la Fed tenga margen para pasar de una política de «tipos más altos durante más tiempo» a una normalización gradual.

La caída del petróleo podría acelerar el regreso de la inflación hacia niveles del 2%, permitiendo una política monetaria menos restrictiva en el futuro.

En Japón, la moderación de los costes energéticos favorece un equilibrio especialmente positivo entre inflación moderada y crecimiento salarial. Esto permite al Banco de Japón de normalizar su política monetaria con mayor cautela.

En China, la bajada del precio del petróleo mejora los términos comerciales y reduce presiones sobre costes de producción y transporte. Pero la debilidad de la demanda interna mantiene contenido el IPC y proporciona margen adicional para seguir apoyando el crecimiento mediante políticas monetarias.

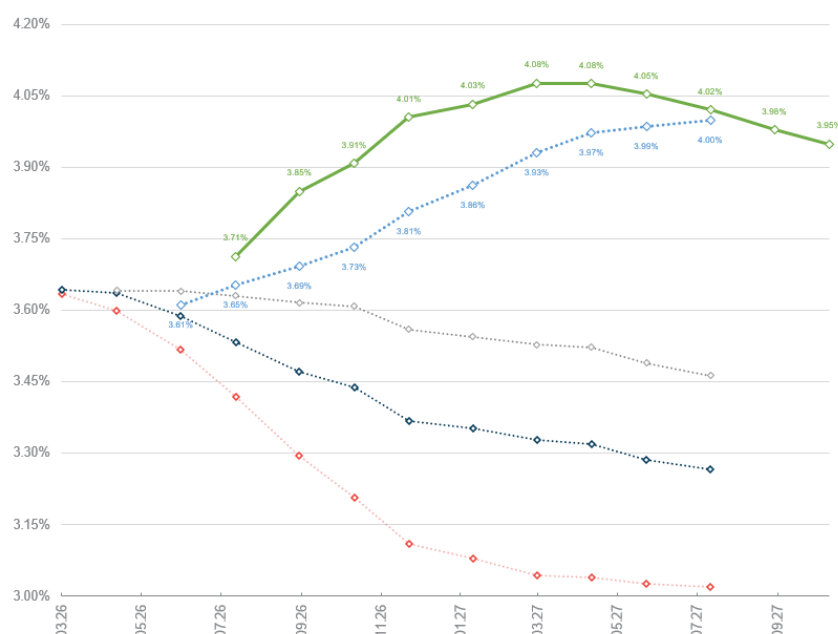
Perspectivas de política monetaria

Fed: Crecimiento resiliente, nuevo presidente y Trump

La economía estadounidense continúa creciendo por encima de lo esperado y el mercado laboral mantiene una fortaleza notable. La inflación ha disminuido respecto a los máximos registrados durante el conflicto en Oriente Medio, pero sigue situándose por encima del objetivo y el alto el fuego con Irán elimina el riesgo energético más extremo, en lugar de generar una desinflación clara.

Un nuevo presidente del banco central (Fed), menos partidario de orientaciones futuras estrictas, ha reorientado la estrategia de comunicación hacia una auténtica dependencia a datos. Las proyecciones y el «dot plot» pasaron de apuntar a recortes, a indicar al menos una posible subida en 2026, y algunas entidades barajan ahora un endurecimiento adicional de hasta 75 puntos básicos si el crecimiento y el empleo se mantienen tan sólidos.

Gráfico 7. Tasa implícita de mercado de EE. UU.



Código de colores: 28.02.2026 – 18.03.2026 – 10.04.2026 – 20.05.2026 – 30.06.2026

Source: Bloomberg a 30 de junio de 2026.

Fed Funds Futures

Desde el punto de vista político, la Fed puede presentar un endurecimiento adicional limitado para estabilizar los tipos a largo plazo y anclar las expectativas de inflación —lo cual favorece un mercado hipotecario más estable por tener menor volatilidad en los plazos más largos. Los precios del mercado apuntan a «tipos más altos durante más tiempo, quizá una subida más», con recortes pospuestos a un futuro más lejano, pero sin volver a un ciclo de subidas agresivo.

Europa y Reino Unido: ECB sube tipos, BoE hace pausa

En la zona del euro, el **BCE** ya empezó a endurecer, elevando su tipo de depósito del 2,0% a alrededor del 2,25%, a medida que las presiones energéticas derivadas de la guerra se han traducido en previsiones de inflación más altas. Incluso tras el alto el fuego, los mercados siguen descontando una o dos subidas adicionales de 25 puntos básicos de aquí a finales de año, aunque las expectativas se han moderado con respecto al máximo alcanzado antes de la tregua.

El dilema del BCE es clásico: las previsiones de inflación se mantienen por encima del objetivo para 2026-27, pero el crecimiento es anémico y el riesgo de una caída derivada de la crisis energética acaba de reducirse. Esto aboga por una trayectoria de endurecimiento más lenta y basada en datos, en lugar de una secuencia al estilo de una campaña.

El **Banco de Inglaterra** parece encontrarse ya muy cerca del final de su ciclo de endurecimiento monetario. Una «pausa de línea dura», ya que subidas anteriores lastran un frágil contexto de crecimiento en el Reino Unido. El alto el fuego y la bajada de los costes energéticos alivian el riesgo de inflación general, pero la dinámica de la inflación subyacente y de los salarios sigue siendo inquietantemente alta, por lo que los mercados esperan un mantenimiento de tipos prolongado a niveles actuales con solo una baja probabilidad de que se produzca una subida adicional.

Japon: Tarde pero moviéndose

El Banco de Japón por fin esta saliendo de su política monetaria ultralaxa, que elevó tipos a sus niveles más altos en décadas, a medida que la inflación se hace positiva de manera sostenible y que los salarios mejoran. El alto el fuego, al aliviar la inflación derivada de la energía importada, aboga por una trayectoria gradual: el Banco de Japón quiere afianzar el nuevo régimen nominal sin asfixiar un ciclo aún frágil.

Globalmente, los mercados esperan como mucho una subida adicional moderada y otros ajustes técnicos, pero no una normalización rápida. Tras el alto el fuego, los bancos centrales están realizando ajustes finos en lugar de reinventar regímenes, equilibrando actividad empresarial contra una inflación a la baja — pero lo suficientemente rápidamente — bajo el estrecho escrutinio de los mercados y de la política.

Valoraciones: Operando en lo alto de los rangos históricos

Reajuste de precios y diferenciales de crédito

Por el lado de los tipos de interés, la combinación de un crecimiento resistente en EE. UU., una inflación más persistente y las expectativas cambiantes de la Fed, ha causado revalorización. Los rendimientos de deuda pública a dos años de EE. UU., de Reino Unido y de la zona del euro han subido, a medida que los mercados reducen el ritmo de los recortes y, en algunos casos, descuentan el riesgo de subidas adicionales. Esto deja el segmento a corto plazo ofreciendo un carry sustancialmente mayor que en el período posterior a la pandemia.

Los mercados de crédito han asimilado en gran medida la crisis en Oriente Medio, y los diferenciales se sitúan ahora en niveles ajustados. Los diferenciales de grado de inversión (IG) y de alto rendimiento (HY) se sitúan en niveles bajos de sus rangos de los últimos 10 años. Se estima que los diferenciales representan aproximadamente un 16% del rendimiento total de la deuda corporativa global, la proporción más baja desde 2007.

En el crédito de mercados emergentes en moneda fuerte, los diferenciales también se han reducido, y los títulos soberanos y corporativos de alto rendimiento han superado al grado de inversión, apoyados por la bajada de precio del petróleo y a la reducción de riesgos extremos tras el alto el fuego. Los valores de mercados fronterizos y 'distressed situations' se han recuperado a medida que las curvas de rendimiento gubernamentales en Europa y EE. UU. se han aplanado, pero los diferenciales de los mercados emergentes a nivel de índice también se sitúan más cerca del extremo más estrecho de sus rangos históricos que de los niveles de crisis.

EE. UU.: Resultados y valorizaciones

Las empresas estadounidenses tuvieron un primer trimestre de 2026 espectacular, con el S&P 500 registrando otro trimestre de crecimiento de dos dígitos en el beneficio por acción (BPA). Esta sólida evolución ha impulsado una clara revisión al alza de las expectativas de beneficios para el conjunto del año. En resumen, los beneficios han mostrado una sólida evolución y ahora justifican gran parte de la reciente expansión de los múltiplos.

En este contexto, el índice S&P 500 no es barato, pero el múltiplo actual está, en términos generales, «justificado» por la solidez del ciclo de revisión al alza de los beneficios.

El riesgo radica más en la asimetría que en el exceso. Dado que las valoraciones son elevadas y el crecimiento es inusualmente fuerte, cualquier tambaleo en el sector de la IA o una perturbación macroeconómica podría desencadenar una compresión de los múltiplos, incluso si el beneficio por acción se mantiene, lo que limitaría el potencial alcista a nivel del índice.

Gráfico 8. Ratio precio/beneficio proyectado a 12 meses de EE. UU.



Source: Bloomberg a 30 de junio de 2026.

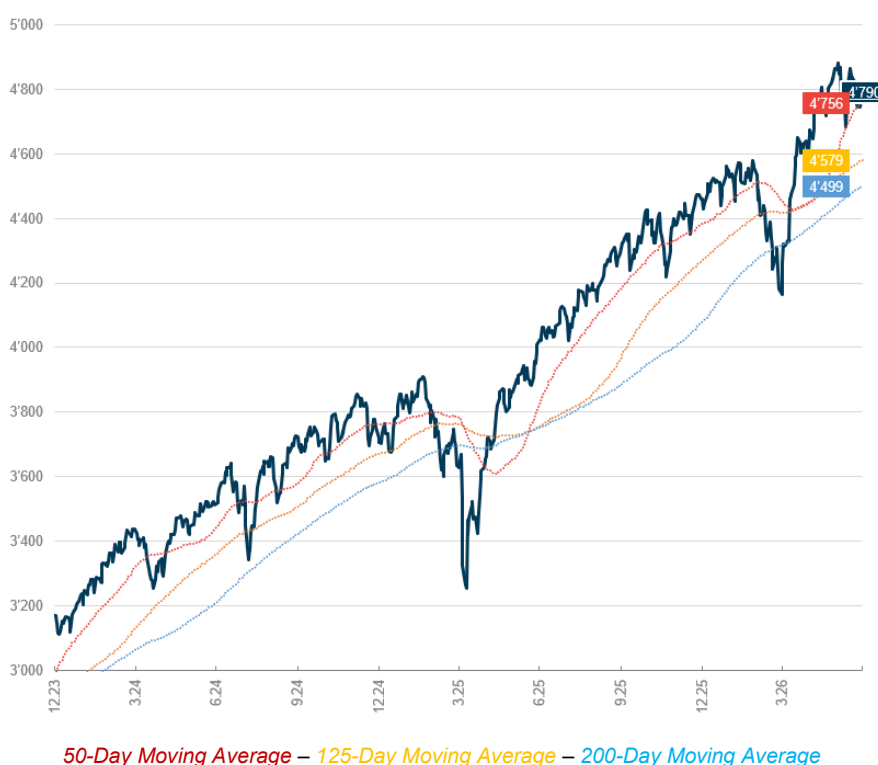
Si miramos todas las regiones, las valoraciones siguen mostrando una jerarquía conocida: EE. UU. se sitúa en torno a 22 veces los beneficios del próximo año (NTM), los mercados desarrollados (ex-EE. UU.) en la franja media de los 15, y los mercados emergentes en la franja baja de los 10-15. Europa y Japón siguen cotizando con descuento respecto a EE. UU., y mercados emergentes con un descuento aún mayor. Esto refleja una rentabilidad más débil y primas de riesgo más elevadas; la caída de las primas de riesgo del sector energético tras el alto el fuego ha respaldado a valores cíclicos, pero no ha impulsado una revalorización generalizada.

Dinámica de mercados: Tendencia firmemente alcista

En renta fija, los rendimientos se han movido dentro de rangos, con productos de duración y diferenciales oscilando en torno a niveles técnicos clave en lugar de romper hacia nuevas tendencias. Los principales pares de divisas también se negocian dentro de amplias zonas de consolidación, con movimientos direccionales impulsados más bien por sorpresas en materia de política y de macroeconomía, que por rupturas técnicas consolidadas.

En los mercados de renta variable desarrollados y emergentes, los precios se sitúan, en general, por encima de sus medias móviles de 50, 125 y 200 días, lo cual confirma tendencias alcistas a medio y largo plazo, en lugar de repuntes efímeros en un mercado bajista. Este patrón es visible en los índices de referencia mundiales, donde los retrocesos se han contenido hasta ahora en torno a niveles de soporte al alza, en consonancia con un régimen de «buy-the-dip».

Gráfico 9 : Mercados bursátiles desarrollados



Source: Bloomberg a 30 de junio de 2026.

MXWO Index: MSCI World

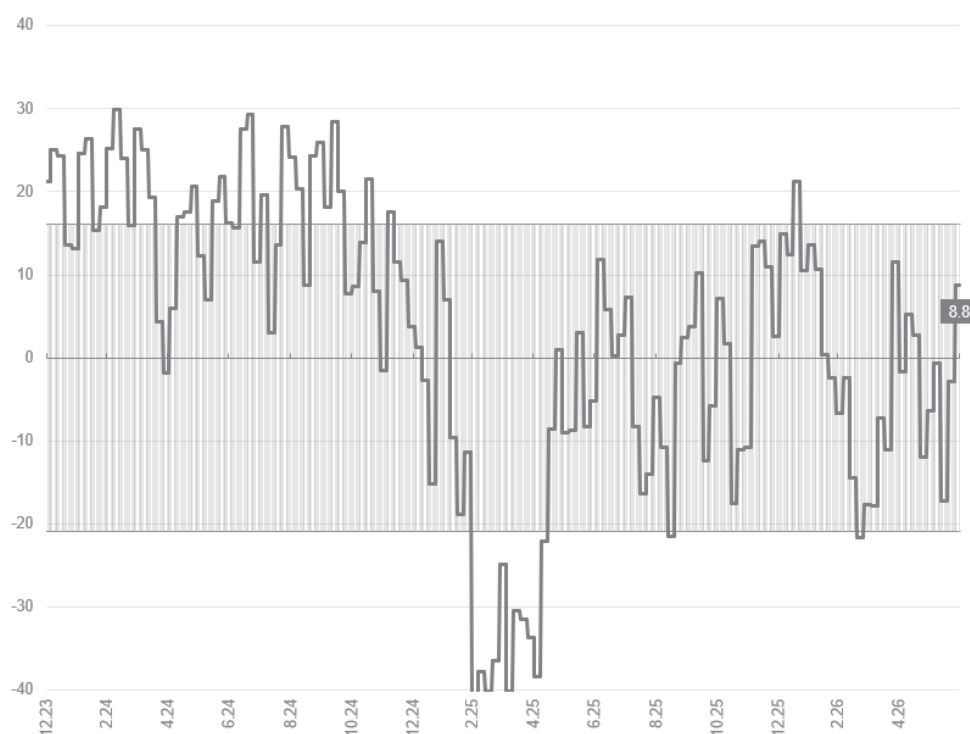
El índice de fuerza relativa (RSI) y el indicador de convergencia/divergencia de medias móviles (MACD) de los principales índices se encuentran en territorio constructivo, pero no en niveles extremos de sobrecompra, lo cual sugiere que el avance actual es ordenado y no parabólico. Las divergencias son limitadas y, por ahora, no indican un cambio de tendencia con alta probabilidad; en cambio, apuntan a la posibilidad de fases normales de consolidación dentro de una tendencia alcista en curso.

En EE. UU., el liderazgo se ha ampliado más allá de las empresas tecnológicas de mega capitalización para incluir a las de pequeña capitalización y a determinados valores cíclicos, lo que mejora la amplitud general del mercado. Los índices de pequeña y mediana capitalización siguen cotizando en tendencias alcistas consolidadas, con rotaciones periódicas entre crecimiento y valor.

Sentimiento: Reconstruido en lo alto de su rango.

Encuestas indican que el optimismo se ha recuperado de los mínimos de principios de año y se sitúa ahora en la parte alta de sus rangos históricos, con lecturas alcistas muy por encima de la media y lecturas bajistas comprimidas, aunque no en mínimos absolutos. Esto apunta a expectativas constructivas para los próximos seis a doce meses, aunque sin alcanzar los niveles de euforia que suelen preceder a los máximos importantes.

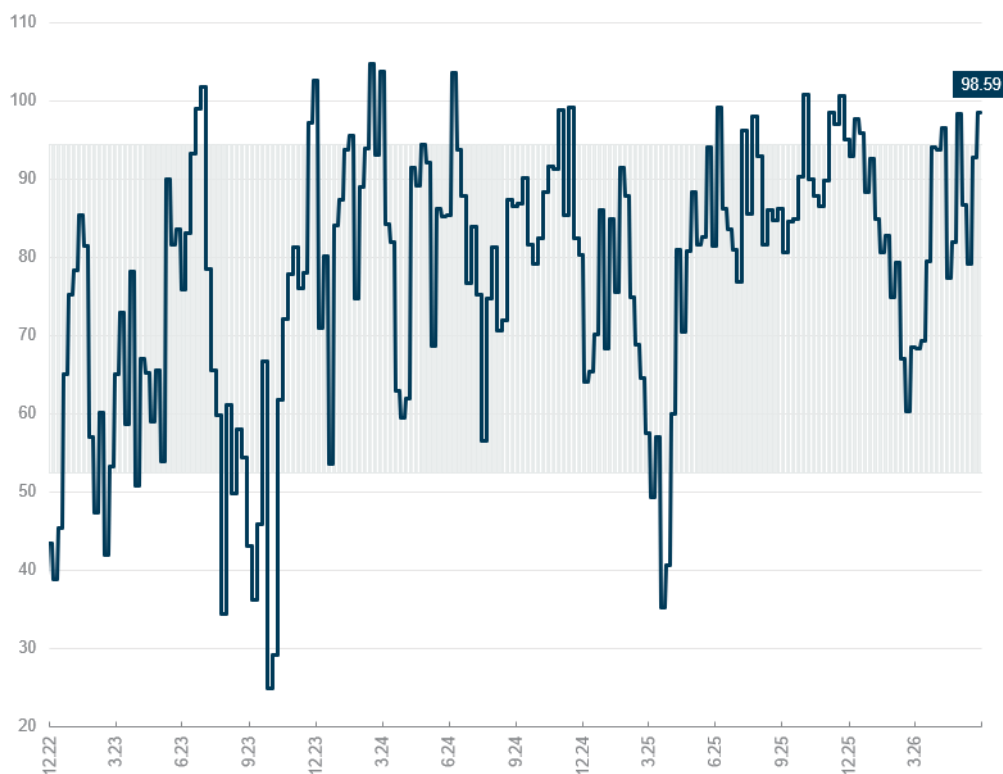
Gráfico 10 : Encuesta de sentimiento de los inversores – Diferencial alcista-bajista



Source: Bloomberg a 30 de junio de 2026.
Bull – Bear Spread

Gestores profesionales mantienen elevados niveles de inversión en renta variable, similar a la postura favorable al riesgo del año pasado. Esto confirma que el posicionamiento actual refleja una confianza sostenida en el ciclo, más que un repunte efímero, lo que implica que las perturbaciones a la baja podrían verse amplificadas por unas posiciones de riesgo masivas.

Gráfico 13 : Índice de exposición de la National Association of Active Investment Managers (NAAIM)



Nota: El Índice de Exposición NAAIM (NAAIMEXP) representa la exposición media a los mercados de renta variable estadounidenses comunicada por sus miembros. Rango de respuestas: -200 % posición corta apalancada; -100 % totalmente corto; 0 % (100 % en efectivo o con cobertura para mantener una posición neutral de mercado); 100 % totalmente invertido; 200 % posición larga apalancada.

Source: Bloomberg a 30 de junio de 2026.

NAAIMEXP: National Association of Active Investment Manager Exposure Index

Inversores privados, gestores profesionales e instituciones globales – todos presentan exposición al riesgo superior a la media, con menores reservas de efectivo y una clara preferencia por la renta variable frente a activos seguros. En este contexto, una subida adicional depende más de la continuidad de buenos resultados empresariales y de políticas favorables, que de una nueva fase de expansión de los múltiplos, y cualquier sorpresa negativa podría desencadenar correcciones bruscas impulsadas por el sentimiento del mercado, dentro de lo que todavía parece un mercado alcista en curso, más que el inicio de una nueva fase bajista.

Asignación de activos

Clases de activo	S1 24	S2 24	S1 25	S2 25	S1 26	S2 26
Liquidez	=/+	+	-	=	=	=
Renta Fija	-/=	=	-	=	-	-
Renta Variable	+	=	=/+	=/+	=/+	+
Alternativos	-/=	-/=	+	+	+	+
Divisas (USD vs. G10)	=	=/+	=/+	=	-	-
Oro				+	+	=
Otras Materias Primas	-/=	-	-	=/-	=/-	=/-

Renta Fija		S1 24	S2 24	S1 25	S2 25	S1 26	S2 26
Bonos de Gobierno	US	=/+	+	-	=	=	+
	EU	=/+	+	+	=/+	=	=
	UK	=	=	=	=	=	+
	CH	-	=	=	=	-	-
Bonos Corporativos	US IG	+	+	=	=	=	=/+
	EU IG	+	+	=	=	=	=
	US HY	+	+	+	=/+	=/+	=/+
	EU HY	+	+	+	=/+	=/+	=/+
Bonos Emergentes	Sovereign HC	-/=	=	=	=	=	=/+
	Sovereign LC	=	=	-	-	=	=/+
	Corporate	+	+	+	=/+	=/+	=/+

Renta variable

		S1 24	S2 24	S1 25	S2 25	S1 26	S2 26
EE. UU.	Large	-/=	-/=	=	=/+	=	=
	Small	=/+	=	+	=/+	+	+
Europa	EU Large	=/+	+	=	=	=/+	=
	EU Small	+	+	-	-	=/+	=/+
	CH Large	=	=	=	=	=	=
	CH Small	+	+	-	-	=	=
	UK	=	=	=	=	=	=
Otros	Japon	-	-	-	-	=	=
	China	+	=/+	=	=	=	=
	India	=	=	+	+	+	+
	Otros EM	=	=	=	=/+	=/+	+

(-) Negativo, (=) Neutral, (+) Positivo

DISCLAIMER

The Forum Finance Group S.A. (Forum Finance) is authorised by FINMA as asset manager and registered with the SEC as investment adviser. Although every care has been taken by The Forum Finance Group S.A. (Forum Finance) to ensure the accuracy of the information published, no warranty can be given in respect of the accuracy, reliability, up-to-datedness or completeness of this information. Forum Finance disclaims, without limitation, all liability for any loss or damage of any kind, including any direct, indirect or consequential damages, which might be incurred through the use of this document. The entire content of this document is subject to copyright with all rights reserved. You may not reproduce (in whole or in part), transmit (by electronic means or otherwise), modify, or use for any public or commercial purpose this document without the prior written permission of Forum Finance. Please go to www.forum.finance for our full disclaimer.

FORUM

FINANCE

Forum Finance

65, rue du Rhône — CH-1204 Geneva — P.O Box 3309 — CH-1211 Geneva 3 — T +41 22 552 83 00

FORUM.FINANCE