

FFG

FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVAS 2026

DICIEMBRE 2025

ÍNDICE

PERSPECTIVAS 2026 : EN POCAS PALABRAS.....	3
REVISIÓN MACROECONÓMICA DEL SEGUNDO SEMESTRE DE 2025: ASPECTOS MÁS DESTACADOS.....	5
DE LA CRISIS ARANCELARIA A UN CRECIMIENTO MÁS LENTO, PERO SIN COLAPSAR	5
DEBATES SOBRE LA REDUCCIÓN DE TIPOS Y EL REPUNTE DE LA CURVA	6
INTELIGENCIA ARTIFICIAL: ¿VIENTO A FAVOR O BURBUJA?	7
DESEMPEÑO DEL MERCADO 2025 : PANORAMA	8
REVISIÓN DEL RENDIMIENTO DEL SEGUNDO SEMESTRE DE 2025: LAS ACCIONES MANTIENEN SU IMPULSO EN MEDIO DE LA VOLATILIDAD	8
PERSPECTIVAS PARA EL 1° SEMESTRE 2026.....	10
PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO: DECIDIDAMENTE POR DEBAJO DE LOS NIVELES PREVIOS A LA PANDEMIA	10
PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN: TENDENCIA A LA BAJA, ESTABILIZACIÓN POR ENCIMA DE LOS NIVELES PREVIOS A LA COVID	11
PERSPECTIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA: DECISIÓN DE LA FED EN DICIEMBRE - PROBABILIDADES Y OPINIONES DIVIDIDAS.....	13
VALORACIÓN: CONDICIONES CONSTRUCTIVAS PARA LA RENTA VARIABLE RESPALDADAS POR EL IMPULSO DE LOS BENEFICIOS	14
DINÁMICA DEL MERCADO: ENCONTRAR EL EQUILIBRIO ADECUADO ENTRE LOS REPUNTES Y LA CONSOLIDACIÓN	16
SENTIMIENTO: UNA POSTURA CLARAMENTE FAVORABLE AL RIESGO	18
RESULTADOS PARA EL SEGUNDO SEMESTRE DE 2025	20
CONVICCIONES DE INVERSIÓN PARA EL PRIMER SEMESTRE DE 2026.....	21
#1 – EE. UU.: PEQUEÑAS Y MEDIANAS CAPITALIZACIONES	21
#2 – CRÉDITO LONG/SHORT	21
#3 – DÓLAR ESTADOUNIDENSE	21
#4 – RENTA VARIABLE DE MERCADOS EMERGENTES.....	21
ASIGNACIÓN POR CLASE DE ACTIVOS	22

En pocas palabras

Perspectivas económicas

El riesgo macroeconómico pasa de “no tener motor de crecimiento” a “un único motor saturado”: las decisiones de política, regulación y asignación de capital en torno a la IA definirán tanto el desempeño regional como el equilibrio entre avances reales y excesos en los mercados financieros.

El crecimiento de EE. UU. pasa de ser excepcional a “lento pero positivo”, con los aranceles y la incertidumbre política actuando como un lastre más que como un shock absoluto. Europa y Japón se convierten en contribuyentes graduales más que en rezagados, mientras que China sigue siendo un punto estructuralmente débil; esto respalda una tesis de rotación gradual, pero no un traspaso de liderazgo claro.

Los aranceles representan riesgos alcistas para la inflación en EE. UU. y los mercados emergentes, mientras que Europa prevé desinflación por una demanda moderada; en conjunto, una dinámica estable pero sin aceleración.

La inteligencia artificial (IA) mitiga los riesgos a la baja en la productividad y el crecimiento potencial a largo plazo, especialmente en las economías avanzadas, compensando en parte los vientos en contra derivados de los aranceles y la demografía.

Riesgos claves

La inflación podría repuntar por interrupciones en la oferta, una demanda aún sólida o presiones salariales, complicando las vías de relajamiento de los bancos centrales a pesar de las previsiones de desinflación.

Las tensiones geopolíticas elevan el riesgo de guerras comerciales y repuntes de materias primas, mientras la fricción entre EE. UU. y China, junto con los aranceles, amenaza los volúmenes de comercio global. Europa enfrenta una debilidad exportadora derivada de los cambios en la política estadounidense.

Las presiones sobre la deuda soberana, derivadas de políticas fiscales expansivas, populismo y gasto en defensa, podrían desencadenar ventas de bonos y condiciones más restrictivas. Se vislumbran correcciones bursátiles por valoraciones elevadas y decepciones en resultados empresariales.

Convicciones de inversión

Mantenemos una postura pro-riesgo al entrar en 2026, favoreciendo la renta variable en un contexto de relajación monetaria esperada y crecimiento global, aunque conscientes de la volatilidad política.

Un ciclo monetario acomodaticio, favorable a los activos sensibles a las tasas - como las pequeñas capitalizaciones estadounidenses y los mercados emergentes-, respalda claramente varias clases de activos. Estos dos segmentos son nuestras principales convicciones.

Seguimos infraponderados en riesgo de tipos (duración) y en bonos soberanos “core”, favoreciendo el crédito de manera selectiva y considerando exposiciones menos direccionales, como estrategias long/short.

Es probable que el dólar estadounidense siga debilitándose en el primer trimestre, impulsado por recortes de tasas de la Fed más agresivos de lo previsto, debido al cambio en la presidencia, lo que reducirá los diferenciales de rendimiento frente a sus pares del BCE y el BoE.

Finalmente, ante la concentración en renta variable y las presiones en los rendimientos de bonos, mantenemos nuestro compromiso con los activos alternativos y el oro para reforzar la resiliencia de las carteras. Aunque Bitcoin y otras criptomonedas forman ya parte de nuestro universo de inversión, nuestra convicción en ellas sigue siendo limitada.

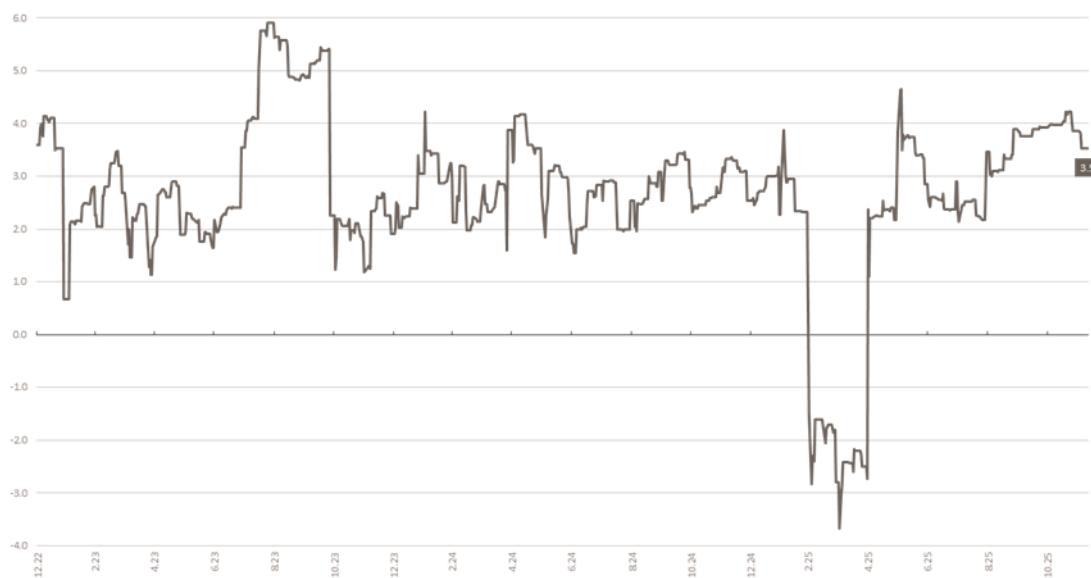
Revisión macroeconómica del segundo semestre de 2025: aspectos más destacados

De la crisis arancelaria a un crecimiento más lento, pero sin colapsar

La crisis arancelaria del “Liberation Day” provocó una aceleración de las importaciones, lo que impulsó la actividad mundial. A mediados de año, la mayoría de los analistas preveían un menor crecimiento en EE. UU. y una reducción de su papel como “motor único” de la economía mundial. El crecimiento en las economías avanzadas se estaba desacelerando, con Europa y Japón aportando solo incrementos marginales, mientras que China enfrentaba desafíos tanto estructurales como de confianza del consumidor.

No obstante, la percepción sobre el crecimiento estadounidense evolucionó de un tono de “excepcionalísimo” hacia uno de “lento pero positivo”. Los aranceles y la incertidumbre política funcionaban como freno, aunque sin provocar una crisis. El crecimiento del PIB de EE. UU. se moderó a niveles más normales en el tercer trimestre, tras un sólido 3,8 % en el segundo, reflejando la normalización del efecto de acumulación previa a los aranceles, la corrección del auge importador y el impacto del cierre del gobierno sobre el gasto y la inversión. Sin embargo, el cuarto trimestre de 2025 mostraba sorprendentes lecturas al alza del modelo GDPNow de la Fed de Atlanta (en torno al 3 % a inicios de diciembre), recuperándose de las distorsiones del cierre pese al debilitamiento del consumo.

Gráfico 1: Previsión del GDPNow de la Fed de Atlanta



Fuente: Bloomberg a 10 de diciembre de 2025
Índice GDGCAJIP: Previsión del PIB de la Fed de Atlanta GDPNow

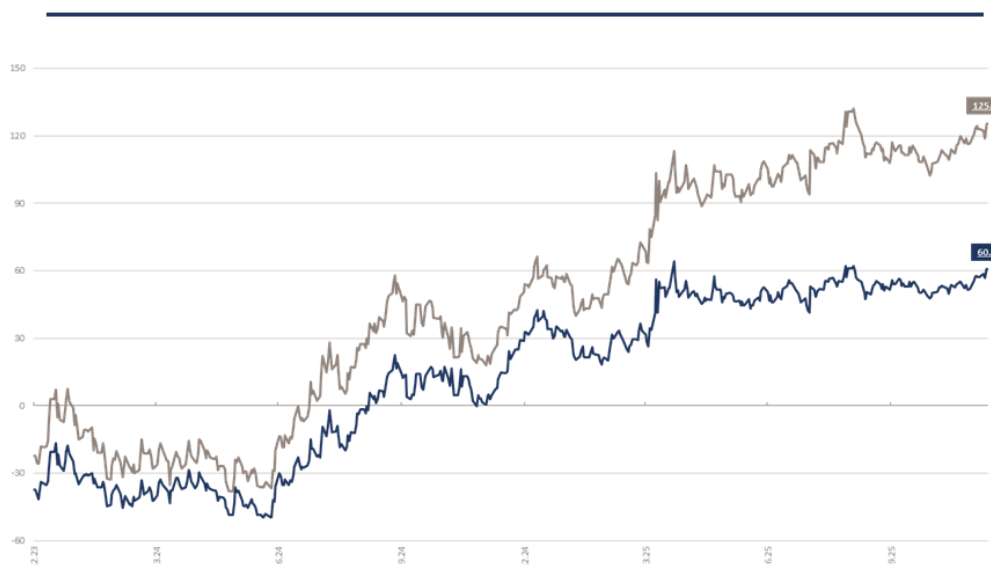
Debates sobre la reducción de tipos y el repunte de la curva

A mediados de 2025, la inflación general en las principales economías había vuelto en gran medida a los niveles objetivo. Sin embargo, las presiones subyacentes y el efecto de los aranceles llevaron a los bancos centrales a mantener una postura prudente, optando por una estrategia de recortes de tipos “más lenta y prolongada” en lugar de un ciclo de relajación agresivo.

En Estados Unidos, la Reserva Federal mantuvo tipos de interés elevados, mientras los mercados anticipaban algunos recortes en los siguientes doce meses. Al mismo tiempo, las preocupaciones sobre la situación fiscal y las primas por plazo impulsaron al alza los rendimientos a largo plazo, contribuyendo a una re-inclinación de las curvas que antes estaban invertidas.

Si bien esta re-inclinación favorece al sector financiero y las estrategias de “carry trade” al estar impulsada por mayores primas por plazo y una fuerte emisión soberana, también plantea interrogantes sobre la sostenibilidad de la deuda y los límites de la dominancia fiscal.

Gráfico 2: Diferencial de rendimiento del Tesoro (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg a 10 de diciembre de 2025

Índice USYC2Y10: Diferencial de rendimiento del Tesoro a 10 años - 2 años

Índice USYC2Y30: Diferencial de rendimiento del Tesoro a 30 años - 2 años

Inteligencia artificial: ¿viento a favor o burbuja?

A finales de 2025, la inteligencia artificial (IA) se había consolidado como un tema macroeconómico central. Los principales analistas coincidían en que las inversiones vinculadas a la IA y las ganancias de productividad representaban una de las pocas fuentes claras de crecimiento en un contexto global moderado.

Al mismo tiempo, los mercados bursátiles estaban impulsados principalmente por las megacapitalizaciones relacionadas con la IA y los ciclos de gasto en inversión (capex). Esto generó advertencias sobre una posible desconexión entre los beneficios económicos reales y las valoraciones de mercado, con el riesgo de una burbuja o de una “década perdida” si los beneficios empresariales no cumplían las expectativas.

Sin embargo, consideramos que la corrección de noviembre (con el Nasdaq bajando un 2,2%, equivalente a una pérdida de 1,1 billones de dólares) fue más bien una pausa saludable tras los máximos de octubre, y no el estallido de una burbuja. Aun así, volvieron a surgir temores sobre la sostenibilidad del gasto en capex de los grandes proveedores cloud y sobre los riesgos derivados de la excesiva concentración del mercado.

Gráfico 3: Índice de inteligencia artificial (IA)



Fuente: Bloomberg a 12 de diciembre de 2025
Índice BAIA: Rendimiento neto total agregado de la inteligencia artificial de Bloomberg

Desempeño del mercado 2025 : panorama

Gráfico 4: Rentabilidad total desde principios de año¹ (%)

		Local	CHF	EUR	GBP	USD
Renta fija	Cash		0,0	2,2	4,1	4,1
	Global Aggregate ²		0,3	2,5	4,5	4,6
	Global Agg Corporate ²		2,5	4,7	6,7	6,8
	Global High Yield ²		4,9	7,2	9,2	9,2
	EM USD Aggregate		(2,8)	(2,3)	3,4	10,5
Renta variable	World	19,6	8,0	8,4	14,6	21,9
	U.S	18,5	7,1	7,5	13,1	20,9
	Europe	18,0	16,1	16,7	23,4	31,2
	UK	22,2	14,4	15,0	22,2	30,0
	Switzerland	13,8	13,8	14,3	20,2	28,5
	Japan	23,6	9,9	10,4	16,2	24,2
	Emerging Markets	29,5	16,3	16,8	22,9	31,3
Alternativos	All Hedge Funds ²		6,4	8,9	11,1	11,2
	Oil		(29,0)	(28,7)	(24,6)	(19,4)
	Gold		41,4	42,1	50,3	60,7
	Bitcoin		(15,4)	(15,0)	(10,1)	(6,0)
	USD		(12,0)	(11,5)	(6,4)	-

Fuente: Bloomberg y Forum Finance

Revisión del rendimiento del segundo semestre de 2025: las acciones mantienen su impulso en medio de la volatilidad

Los rendimientos de los **bonos gubernamentales** en los principales mercados desarrollados subieron ligeramente, reflejando un cambio en las expectativas de política monetaria, aunque los rendimientos reales se mantuvieron bajos. Las curvas de rendimiento se empinaron en muchas regiones, señalando un crecimiento más lento por delante. Los bonos ligados a la inflación mostraron resultados mixtos, influenciados por la desaceleración de los precios y expectativas dispares.

Los **mercados de crédito** registraron rentabilidades positivas, especialmente en el segmento de alto rendimiento, donde la compresión de diferenciales reflejó una mayor apetencia por el riesgo y una mejora de los fundamentos. Sin embargo, la volatilidad persistió debido a la incertidumbre sobre la inflación y la política monetaria. La deuda de mercados emergentes superó a la de los países desarrollados, beneficiándose de la estabilización de los precios de las materias primas y de la liquidez global.

¹ Datos a 10 de diciembre de 2025

² Cobertura de divisas

Las **bolsas estadounidenses** obtuvieron sólidos avances, impulsadas por el entusiasmo en torno a la inteligencia artificial, una política monetaria favorable y beneficios corporativos resistentes. El índice principal subió un 11,2%, con las tecnológicas liderando las alzas, mientras que las pequeñas capitalizaciones también repuntaron con fuerza (+18,3%), aunque con mayor volatilidad.

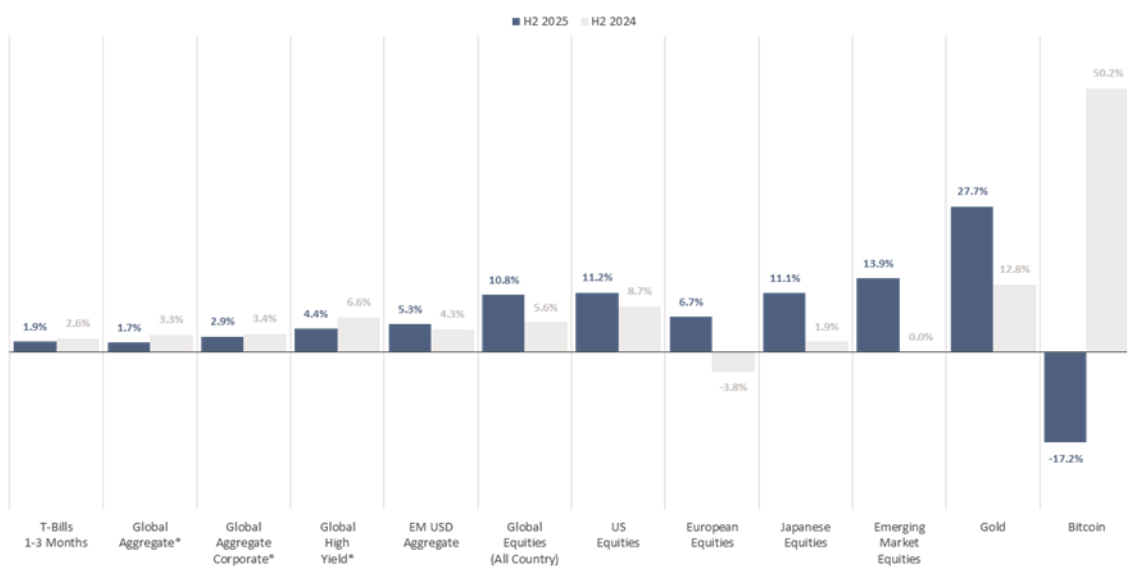
En **Europa**, las acciones mantuvieron un desempeño positivo, con una rentabilidad del 7,5% en euros. En Japón, las bolsas continuaron destacando, con el índice principal aún más de un 23,9% por encima del nivel de finales de junio, en términos de yenes.

Las **acciones de los mercados emergentes** registraron buenos resultados, con un retorno del +13,9% en dólares, lideradas por China, Taiwán y Corea del Sur gracias a los valores de inteligencia artificial y semiconductores, así como al progreso en las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China. India, en cambio, retrocedió un -5,1% en dólares, afectada por la toma de beneficios de los inversores extranjeros y los aranceles estadounidenses.

Las **materias primas** subieron moderadamente (+5,4% en dólares). El petróleo cayó (-4,2%) por un exceso de oferta y una menor demanda, mientras que los metales industriales avanzaron, destacando el cobre por efecto de los aranceles de EE. UU.; el oro y la plata extendieron sus ganancias del primer semestre.

Bitcoin y Ethereum retrocedieron con fuerza desde sus máximos de ciclo, quedando rezagados frente a los activos tradicionales. El Bitcoin perdió un 17% en la segunda mitad del año. La volatilidad y los rangos de precios aumentaron a medida que las posiciones se concentraron, los datos macroeconómicos se debilitaron y algunas grandes casas redujeron sus objetivos de precios para 2025-2026, aunque mantuvieron una visión positiva a medio plazo.

Gráfico 5: Rentabilidad total en dólares estadounidenses



Fuente: Bloomberg

Datos: al cierre del 10 de diciembre de 2025

Tenga en cuenta que todas las cifras de rendimiento se expresan en dólares estadounidenses, salvo que se indique lo contrario. * Cubierto en dólares estadounidenses

Perspectivas para el 1º semestre 2026

Perspectivas de crecimiento: decididamente por debajo de los niveles previos a la pandemia

En abril, **Estados Unidos** anunció fuertes aranceles sobre la mayoría de sus socios comerciales. El impacto negativo en la economía mundial ha sido hasta ahora limitado, gracias a la agilidad del sector privado y a las negociaciones comerciales posteriores. Se prevé que el crecimiento global alcance el 3,2% este año y el 3,1% el próximo, con las economías avanzadas creciendo alrededor del 1,5% y las economías emergentes y en desarrollo ligeramente por encima del 4%. Esto refleja una adaptación a las tensiones comerciales, aunque sigue por debajo del promedio anterior a la pandemia del 3,7%.

Sin embargo, sería prematuro concluir que el aumento de los aranceles estadounidenses no afectará al crecimiento global. Este cambio en la política comercial de la administración estadounidense viene acompañado de otras transformaciones importantes, como una política migratoria más restrictiva y un auge de la inversión en inteligencia artificial. Estas fuerzas impulsan la producción, pero también aumentan las presiones inflacionarias derivadas de los aranceles.

La mayoría de las previsiones señalan una desaceleración, aunque con expansión positiva en Estados Unidos en 2026, con un PIB real entre el 1,5% y el 2,2%, y un leve aumento del desempleo a medida que el consumo se enfría. La OCDE prevé un crecimiento del 1,5% en 2026, cuando el impacto pleno de los aranceles y la menor inmigración se sientan más, mientras que otros estiman un repunte hasta el 2,2%, impulsado por menores tasas de interés, inversión en IA y alivio de los efectos comerciales.

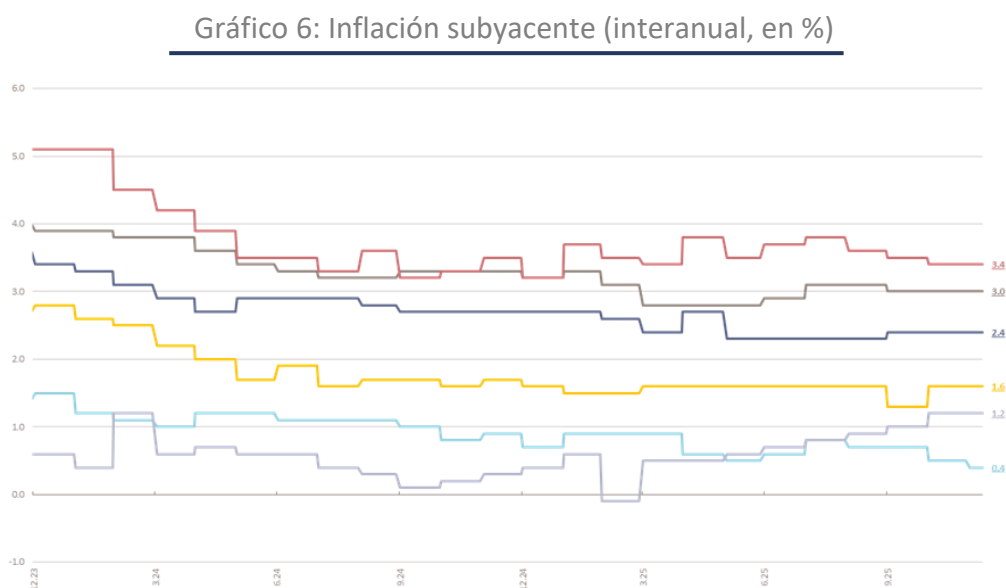
En la **zona euro**, la expansión fiscal en Alemania ha impulsado el crecimiento en 2025 y podría seguir haciéndolo el próximo año. Se espera un crecimiento moderado, del 1,2% en 2025 y del 1,1% en 2026. Aunque esto supone una mejora respecto a previsiones anteriores, implica una revisión acumulada a la baja de 0,4 puntos porcentuales frente a octubre de 2024. La elevada incertidumbre y los mayores aranceles explican gran parte de esta corrección. En el **Reino Unido**, el crecimiento en 2025 y 2026 se estima en 1,3%, una leve revisión al alza desde abril.

En **Japón**, el crecimiento pasará del 0,1% en 2024 al 1,1% en 2025, antes de desacelerarse al 0,6% en 2026. Este repunte se debe al aumento esperado de los salarios reales, que impulsará el consumo privado pese a la incertidumbre comercial y la menor demanda externa. En los mercados emergentes, el crecimiento ha superado las expectativas y se prevé que se mantenga estable en 2026. Aunque China, India y Brasil registrarán una ligera desaceleración, otras economías que antes se encontraban rezagadas podrían mejorar su desempeño.

La **economía china** ha desacelerado, ya que las exportaciones se han visto afectadas por los aranceles estadounidenses, que han reavivado las tensiones comerciales entre las dos mayores economías del mundo. Sin embargo, las exportaciones podrían superar las previsiones gracias a su competitividad de costos, apoyada por la depreciación real del renminbi, las políticas de fomento al sector manufacturero y la fortaleza de China en el mercado de tierras raras. Este dominio le ha otorgado poder de negociación, lo que contribuyó a una reducción parcial de los aranceles estadounidenses. Entretanto, la demanda interna seguirá débil debido a la crisis inmobiliaria, aunque lo peor ya parece haber pasado.

Perspectivas de inflación: tendencia a la baja, estabilización por encima de los niveles previos a la COVID

Se espera que la inflación global general caiga al 4,2 % en 2025 y al 3,7 % en 2026. Las previsiones de inflación se han revisado al alza en bastantes economías con respecto a la versión de octubre, que sirve de referencia previa al cambio de política.



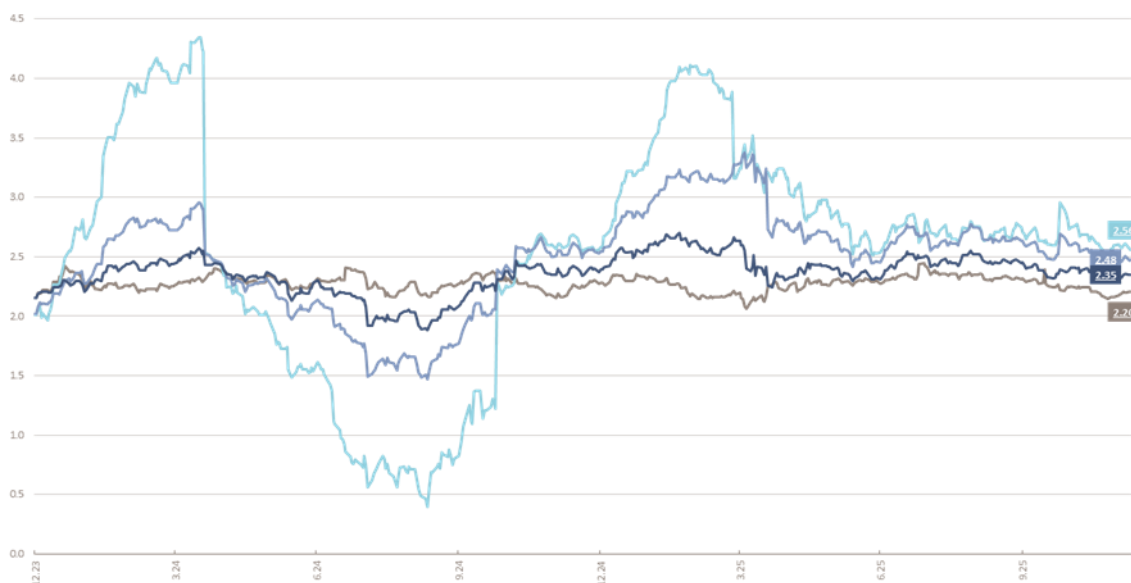
Fuente: Bloomberg a 10 de diciembre de 2025

Por orden de aparición en el gráfico: UKHCA9IQ: Reino Unido – CPEXEMUY: Zona del euro – JCPNEFEY: Japón – CNCPCRY: China – SZEXIYOY: Suiza

En Estados Unidos, las previsiones de inflación se sitúan en torno al 2,6% para el índice de precios al consumidor (CPI) subyacente en 2026, con una moderación hacia el 2,3%-2,4% en 2027. Este escenario asume efectos de segunda ronda limitados, lo que implica riesgos al alza para la inflación frente a riesgos a la baja para el empleo en el caso base.

Las expectativas actuales del mercado estadounidense anticipan una inflación moderada y estable alrededor del 2,2%-2,3%, con una ligera tendencia a la baja ante la relajación de la Reserva Federal y datos económicos más débiles. En consecuencia, los niveles de breakeven se mantienen en línea con el consenso del mercado, lo que indica que no se espera un repunte significativo provocado por aranceles o cambios de política. Esto sugiere que, pese a la incertidumbre política, las expectativas de inflación permanecen ancladas y los riesgos son manejables.

Gráfico 7: Tasas de inflación de equilibrio en EE. UU. (%)



Fuente: Bloomberg a 10 de diciembre de 2025

Índice USGGBE01: Breakeven a 1 año en EE. UU. – **Índice USGGBE02:** Breakeven a 2 años en EE. UU. – **Índice FUSGGBE05:** Breakeven a 5 años en EE. UU. – **USGG5YSY:** Breakeven a 5 años/5 años en EE.

En la **zona euro**, las proyecciones macroeconómicas del BCE publicadas en septiembre prevén una inflación general de alrededor del 1,7% en 2026, por debajo del 2,0% estimado para 2025, antes de repuntar ligeramente al 1,9% en 2027. La revisión a la baja refleja la moderación de los componentes no energéticos, mientras que la inflación energética seguirá mostrando volatilidad. Se espera que la inflación alimentaria se reduzca hasta algo por encima del 2,0% en los próximos dos años, tras los fuertes aumentos previos relacionados con el alza de los precios de las materias primas.

En **Japón**, la inflación del índice de precios al consumidor excluyendo alimentos frescos se mantiene entre el 2,5% y el 3,0% interanual, impulsada principalmente por factores temporales de oferta, como el aumento del precio de los alimentos, especialmente el arroz.

Los datos más recientes de **China** muestran que el riesgo de deflación ha disminuido, aunque la inflación sigue siendo baja. La inflación interanual del consumidor repuntó ligeramente hasta alrededor del 0,2% en octubre y noviembre de 2025, señalando una leve mejora en la demanda interna y los efectos de políticas de estímulo al consumo. Sin embargo, los niveles actuales siguen por debajo del promedio a largo plazo debido al débil gasto de los hogares y las presiones bajistas en sectores vinculados al crédito y al mercado inmobiliario. Los precios al productor continúan cayendo, con presiones deflacionarias en las industrias de base.

Pese a que China ha salido técnicamente de la deflación, persiste el riesgo de estancamiento o episodios leves de deflación por los retos estructurales, el alto endeudamiento y la débil demanda global. La evolución en 2026 dependerá de la eficacia de las medidas de estímulo y de las reformas para impulsar el consumo y la inversión.

Perspectivas de la política monetaria: decisión de la Fed en diciembre - probabilidades y opiniones divididas

El 10 de diciembre de 2025, la **Reserva Federal** (Fed) redujo los tipos de interés en 25 puntos básicos, situándolos en el rango del 3,50–3,75%. Se trata del tercer recorte consecutivo en un contexto de debilitamiento del mercado laboral. Entre los responsables de política monetaria hay división: un grupo, liderado por Stephen Miran y cercano a la Casa Blanca y al presidente Trump, aboga por recortes más agresivos y rápidos, al considerar que el nivel actual de restricción es excesivo para sostener el crecimiento y el empleo. El otro grupo mantiene una postura más restrictiva, preocupado por la persistencia de las presiones inflacionarias.

El gráfico de puntos (“dot plot”) de diciembre refleja una Fed aún cautelosa frente a la inflación, proyectando solo un recorte adicional de 25 puntos básicos para finales de 2026, sin cambios respecto a septiembre. El presidente Trump tiene previsto anunciar su candidato a presidir la Fed a comienzos de 2026, y Kevin Hassett aparece como el principal favorito. Una elección más dovish, inclinada hacia menores tasas, podría generar un repunte en las bolsas y las criptomonedas, debilitando al dólar, mientras que un perfil más ortodoxo tendería a estabilizar los bonos.

En la zona euro, se espera que el **Banco Central Europeo** (BCE) mantenga sin cambios su política monetaria a corto plazo, aunque está bajo presión para actuar si la inflación se desvía de las previsiones. Las discusiones apuntan a una postura prudente ante un contexto de crecimiento moderado y riesgos inflacionarios controlados.

El 5 de noviembre, el **Banco de Inglaterra** decidió mantener la tasa de referencia en el 4,0% durante su reunión del Comité de Política Monetaria (MPC). La inflación general parece haber tocado techo, y la desinflación subyacente avanza gracias a una política monetaria restrictiva, el enfriamiento salarial y la moderación de los precios en los servicios.

Existe una probabilidad del 60–65% de un recorte de 25 puntos básicos en la reunión de diciembre. Los economistas prevén reducciones graduales hasta mediados de 2026, salvo que la inflación repunte. Pese a mantener un enfoque prudente, el creciente apoyo a una relajación sugiere que los primeros recortes podrían iniciarse ya en diciembre de 2024.

Los discursos recientes del gobernador del **Banco de Japón**, Kazuo Ueda, y de otros miembros del consejo, confirman su compromiso con una política ultraexpansiva, incluyendo el control de la curva de rendimientos y las compras de activos. Aunque reconocen una leve aceleración de la inflación impulsada por los salarios, consideran que una tasa superior al 2% sigue siendo en parte transitoria.

El BoJ contempla la posibilidad de subir los tipos en diciembre de 2025, dependiendo de la debilidad del yen y de la inflación. Aun así, mantiene una postura prudente, observando de cerca la evolución de los precios y los salarios antes de adoptar medidas duraderas.

Frente a un entorno global incierto, el **Banco Popular de China** (PBoC) pretende mantener una liquidez abundante y unos precios estables para favorecer un crecimiento sostenido. Defiende un enfoque de ajuste cruzado de ciclo, centrado en estabilizar las condiciones crediticias y los costes de financiación, más que en recortes agresivos de tipos. También se espera que mantenga políticas cambiarias estables, permitiendo una apreciación gradual del yuan mientras equilibra el apoyo al crecimiento y los riesgos externos.

Valoración: condiciones constructivas para la renta variable respaldadas por el impulso de los beneficios

Los **rendimientos de los bonos del Estado** han subido ligeramente, con una curva más pronunciada en Estados Unidos y Reino Unido, pero siguen siendo atractivos en comparación con la historia a largo plazo. El mercado está descontando múltiples recortes de tipos por parte de la Fed, lo que puede ser optimista dados los riesgos de inflación.

Los **diferenciales de crédito** siguen siendo estrechos tras el repunte constante en 2025, aunque se observa un aumento de la volatilidad en sectores como los préstamos apalancados y los automóviles. Se prefieren los diferenciales de grado de inversión con una postura más defensiva, centrándose en los valores respaldados por activos y las duraciones más cortas en medio de la inflación y las incertidumbres políticas. Los créditos de los mercados emergentes ofrecen valor relativo, pero se enfrentan a riesgos idiosincráticos.

Gráfico 8: Diferenciales de crédito de alto rendimiento (HY) de EE. UU.



Menos una desviación estándar de la media –Media desde el 31 de enero de 1994 hasta la actualidad– Más una desviación estándar de la media

Fuente: Bloomberg a 10 de diciembre de 2025

LF98OAS: OAS de alto rendimiento corporativo estadounidense

Las **acciones mundiales** han mostrado resistencia en 2025, impulsadas por un contexto macroeconómico favorable, unos sólidos beneficios empresariales y factores estructurales favorables, como la aceleración de la inversión en inteligencia artificial y el apoyo fiscal en las economías desarrolladas.

Aunque las **acciones estadounidenses** cotizan a múltiplos elevados en comparación con las medias históricas, esto se ajusta a los periodos posteriores a las revoluciones tecnológicas y a los entornos de tipos de interés bajos. Valorado en torno a 24 veces los beneficios futuros, por encima de sus múltiplos medios a 5 y 10 años. Esta prima se debe en gran medida a los sectores de tecnología y comunicaciones. Otros sectores, como los de consumo básico y materiales, cotizan más cerca de las medias históricas o con descuentos.

Gráfico 9: Ratio precio/beneficio a 12 meses en EE. UU.



Fuente: Bloomberg a 10 de diciembre de 2025

A comienzos de diciembre, los principales bancos de Wall Street prevén que Estados Unidos registre otro año de ganancias de dos dígitos en 2026. De cumplirse, sería el séptimo año con rendimientos de este tipo en los últimos ocho, impulsado por políticas fiscales, monetarias y regulatorias favorables, junto con el impulso de la Inteligencia Artificial.

El índice de pequeñas capitalizaciones ha mostrado un sólido rendimiento reciente, con valoraciones cercanas a sus promedios históricos, aunque algo superiores a su mediana de largo plazo debido al fuerte crecimiento de beneficios y a los bajos tipos de interés. Aun así, siguen resultando más atractivas que las grandes compañías por su mayor exposición doméstica y potencial de crecimiento.

El Nasdaq Composite, de fuerte peso tecnológico, ha obtenido importantes ganancias en 2025, destacando las denominadas “Magnificent Seven”. Las valoraciones se sitúan en múltiplos elevados, cerca o por encima de los máximos históricos, reflejando altas expectativas de crecimiento, especialmente en los sectores de IA y tecnología en la nube. Los ratios precio-beneficio superan en algunos casos las 30 veces, muy por encima de los de small y mid caps, pero respaldados por tendencias estructurales de largo plazo.

Las **acciones europeas** cotizan con ratios P/E futuros entre 15 y 16 veces, ligeramente por encima de la media, reflejando una visión prudente ante riesgos económicos y políticos, incluido el suministro energético y la menor demanda china. Las revisiones de beneficios se han vuelto ligeramente negativas, aunque los sectores defensivos y las compañías con dividendos estables siguen atrayendo interés. En mercados como el Reino Unido, las valoraciones son algo más atractivas, alrededor de 14 veces las ganancias estimadas, apoyadas en beneficios estables y cierta recuperación cíclica.

En **Japón**, las valoraciones se mantienen moderadas, entre 14 y 15 veces P/E forward, favorecidas por mejoras en el gobierno corporativo, el aumento salarial y la política monetaria acomodaticia del Banco de Japón. Aunque las valoraciones son inferiores a las de los mercados tecnológicos de EE. UU., los inversionistas muestran mayor interés por empresas de calidad, crecimiento y perfil exportador.

Los **mercados emergentes** se negocian con descuento respecto a los desarrollados, con ratios P/E adelantados de entre 12 y 13 veces, combinando oportunidades de crecimiento con mayores riesgos. El mercado chino continúa deprimido por tensiones crediticias y regulatorias, lo que lo convierte en uno de los segmentos más atractivos dentro del universo emergente. Otros mercados asiáticos y latinoamericanos exhiben mejores perspectivas de beneficios y valoraciones algo más elevadas.

Gráfico 10: Ratio precio/beneficio a 12 meses de los mercados emergentes



Fuente: Bloomberg a 10 de diciembre de 2025

Dinámica del mercado: encontrar el equilibrio adecuado entre los repuntes y la consolidación

Los rendimientos de los bonos se han estabilizado pese a los mensajes firmes de los bancos centrales, y en algunos mercados la curva de rendimientos muestra una pendiente más pronunciada. En el mercado de divisas, los principales pares se mantienen cerca de sus zonas de consolidación, con un impulso moderado que refleja una falta de dirección clara a corto plazo. Los indicadores técnicos recomiendan vigilar los niveles clave de soporte y resistencia, así como las medias móviles, en busca de posibles señales de cambio.

El índice tecnológico logró recuperarse por encima de su media móvil de 50 días, señal de una tendencia alcista a medio plazo. Sin embargo, los indicadores de impulso, como el RSI, muestran máximos descendentes, lo que apunta a un posible enfriamiento del movimiento alcista y a una fase lateral en el corto plazo. La amplitud del mercado sigue siendo limitada, con el liderazgo concentrado en los sectores tecnológico y de crecimiento, mientras que las empresas de menor capitalización muestran un avance más equilibrado, reflejando una fortaleza del mercado de carácter selectivo.

Gráfico 11 : Índice Nasdaq Composite

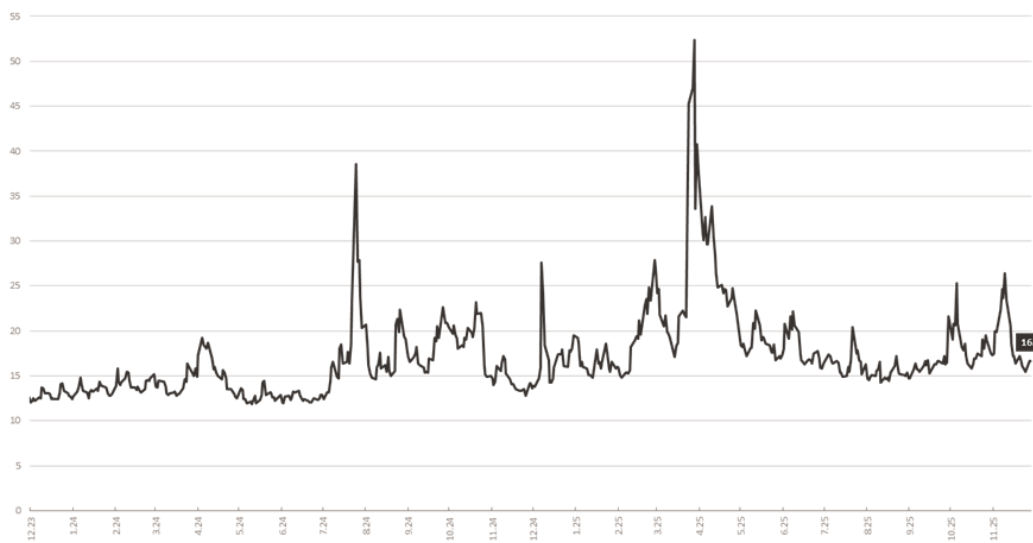


Los datos muestran una acumulación constante en los mercados desarrollados, aunque los sectores defensivos están atrayendo rotaciones debido a la incertidumbre geopolítica. La amplitud del mercado es mixta, con episodios de aversión al riesgo que mantienen la participación cautelosa.

El oro y la plata siguen al alza, con niveles de soporte clave que se mantienen, a pesar de un volumen irregular típico del periodo festivo. Los mercados de materias primas muestran ruido, pero apuntan a posibles presiones alcistas, condicionadas por los datos de inflación y la evolución geopolítica.

El año 2025 ha sido una buena cosecha para los mercados, lo que ha satisfecho a los inversores, pero también genera dudas sobre la sostenibilidad del rally. Los riesgos no desaparecerán, sino que evolucionarán con el tiempo, provocando episodios de volatilidad, algo habitual en fases avanzadas del ciclo.

Gráfico 12 : Índice de volatilidad del Chicago Board Options Exchange (VIX)



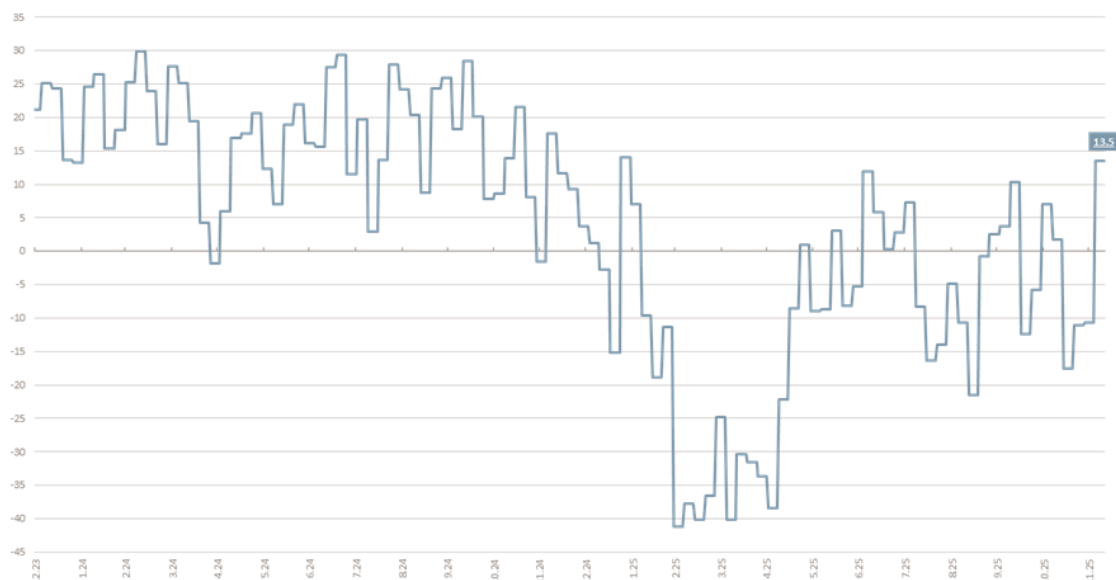
Fuente: Bloomberg a 10 de diciembre de 2025
Índice VIX: Índice de volatilidad del Chicago Board Options Exchange

Sentimiento: una postura claramente favorable al riesgo

El último índice de gestores de inversión de S&P Global mostró que el apetito por el riesgo alcanzó su nivel más alto del año en noviembre. Este aumento se vio impulsado por una política monetaria más acomodaticia de los bancos centrales y por mejores perspectivas de beneficios tras el cierre de la temporada de resultados trimestrales.

El sentimiento alcista de los inversores individuales subió recientemente hasta la zona media del 40%, mientras que el pesimismo cayó a su nivel más bajo en casi un año. Esto llevó el diferencial entre optimistas y pesimistas a cifras de dos dígitos, en línea con las expectativas favorables del público minorista para los próximos seis meses.

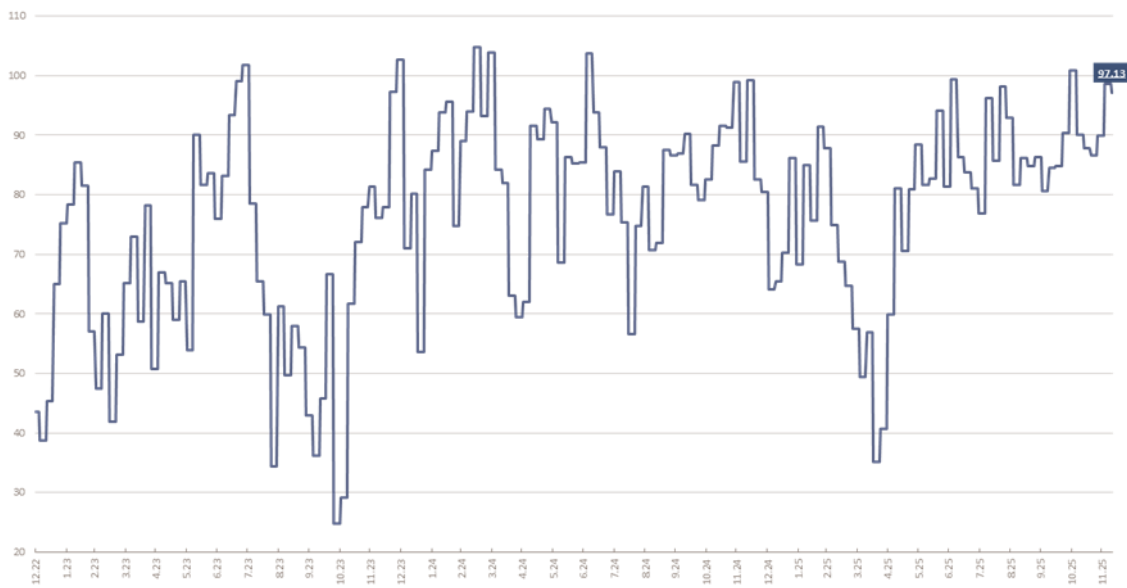
Gráfico 13 : Encuesta de confianza de los inversores de la AAI: alcista-bajista



Fuente: Bloomberg a 10 de diciembre de 2025

Los gestores activos tienen una alta exposición neta a la renta variable, cercana al extremo superior del rango histórico y similar a la de hace un año. Esto confirma que se trata de una postura favorable al riesgo sostenida entre los gestores tácticos de renta variable estadounidenses, y no de un repunte semanal.

Gráfico 14 : Índice de exposición de la Asociación Nacional de Gestores de Inversiones Activas (NAAIM)



Fuente: Bloomberg a 10 de diciembre de 2025
NAAIMEXP: Índice de exposición de la Asociación Nacional de Gestores de Inversión Activa

Los inversores minoristas (AAII) se muestran optimistas, los gestores activos (NAAIM) están completamente invertidos y las instituciones globales (BofA FMS) mantienen una sobreponderación en renta variable con niveles reducidos de liquidez. Estos factores son coherentes con una fase avanzada del ciclo de riesgo.

De cara al inicio de 2026, esto implica una elevada exposición al riesgo. El potencial alcista dependerá más de la evolución real de los beneficios empresariales y del apoyo de las políticas económicas que de una nueva expansión de múltiplos.

Esta posición larga generalizada aumenta la probabilidad de correcciones bruscas impulsadas por cambios en el sentimiento ante errores de política, incluso si el ciclo no ha terminado. Dichas correcciones se considerarían episodios de volatilidad dentro de un mercado alcista en curso, más que el comienzo de un mercado bajista sistémico a principios de 2026.

Resultados para el segundo semestre de 2025³

#1 – Acciones de crecimiento⁴

En Estados Unidos, los índices de crecimiento superaron a los de valor, impulsados principalmente por el impulso de la inteligencia artificial que se amplió más allá de las megacaps, en un contexto de crecimiento económico sólido y recortes de tasas de la Fed aún postergados. En cambio, Europa y los mercados emergentes mostraron indicios de un posible repunte del estilo “value” gracias a valoraciones más atractivas.

#2 – Deuda corporativa de mercados emergentes⁵

La deuda corporativa de mercados emergentes continuó superando a la deuda corporativa global con calificaciones equivalentes. Dentro del universo EMD, las corporaciones rindieron más que los soberanos en monedas locales, pero menos que los soberanos en divisas fuertes, debido a los repuntes en mercados frontera (como Argentina) y a la compresión selectiva de los diferenciales de alto rendimiento.

#3 – Oro⁶

El oro superó a todas las demás clases de activos principales, incluidas las acciones estadounidenses, los bonos globales de alto rendimiento e incluso el Bitcoin. Entre las materias primas, lideró el grupo de metales preciosos, superando al crudo y a los metales industriales, impulsado por su papel de activo refugio y las compras sostenidas de los bancos centrales.

#4 – Crédito corporativo frente a bonos del Estado a largo plazo⁷

El crédito corporativo (tanto grado de inversión como alto rendimiento) superó a los bonos del Tesoro de largo plazo, registrando rendimientos totales positivos gracias a rentabilidades atractivas, diferenciales ajustados y bajos niveles de impago, mientras que los bonos gubernamentales de larga duración sufrieron volatilidad por el empinamiento de las curvas, el riesgo fiscal y el aumento de las primas por plazo.

Código de colores

Verde para las convicciones que han dado resultado - Ámbar para las convicciones que han tenido un rendimiento acorde - Rojo para las convicciones que han resultado erróneas.

³ Cobertura de divisas

⁴ Russell 1000 Growth (13,1 %) frente a Russell 1000 Value (9,4 %)

⁵ Bloomberg EM USD Aggregate – Rendimiento total corporativo (3,3 %) frente a Bloomberg Global Aggregate – Rendimiento total corporativo (2,9 %), Bloomberg EM Local Currency Government Total Return (0,7 %), JP Morgan EMBI Global Total Return (6,7 %)

⁶ Oro Dólar estadounidense Deporte (27,7 %) frente a MSCI USA Net Total Return (11,2 %), Bloomberg Global High Yield Total Return – Hedged USD (4,4 %), Bitcoin (-17,2 %), WTI (-11,2 %) y S&P GSCI Industrial Metals Total Return (13,0 %).

⁷ Bloomberg US Corporate Investment Grade Total Return (3,3 %) frente a Bloomberg US Long Treasury Total Return (2,5 %), Bloomberg US Corporate High Yield Total Return (3,3 %)

Convicciones de inversión para el primer semestre de 2026

#1 –EE. UU.: Pequeñas y medianas capitalizaciones:

Mantenemos una fuerte convicción en las acciones estadounidenses de pequeña y mediana capitalización, dado su atractivo nivel de valoración, el sólido crecimiento previsto de los beneficios por acción - superior al de las grandes empresas - y el impulso esperado por los recortes de tipos de la Fed, que facilitarán el acceso al crédito para compañías más apalancadas. Este segmento, muy ligado a la economía doméstica, se beneficiará además de la relocalización industrial, de las oportunidades en torno a la inteligencia artificial (“picks and shovels”) y de reformas fiscales como la One Big Beautiful Bill Act, que amplía las deducciones por intereses.

#2 –Crédito long/short:

Vemos 2026 como un año especialmente favorable para las estrategias de crédito long/short centradas en generar alfa, en lugar de exposición beta pura, tanto en grado de inversión como en alto rendimiento. Los amplios diferenciales (el crédito con grado de inversión en EE. UU. se sitúa en niveles de finales de los noventa), la alta dispersión entre emisores y la mayor volatilidad derivada de cambios de política, elevados niveles de deuda y el debilitamiento del consumo crean un entorno propicio. Estas estrategias permiten aprovechar ineficiencias de valoración con un riesgo direccional limitado, ofreciendo flujos de rentabilidad más estables.

#3 –Dólar estadounidense:

Esperamos un dólar más débil, sobre todo en el primer trimestre de 2026, debido a la presión sobre la Reserva Federal para reducir los tipos de interés en línea con las prioridades de la administración actual. Sin embargo, las opiniones del mercado son divergentes: aunque el consenso apunta a una postura bajista ante la flexibilización de la Fed y la reducción de diferenciales, persisten argumentos alcistas apoyados en la solidez de los datos macroeconómicos, los flujos hacia activos refugio y la resiliencia de la política estadounidense.

#4 –Renta variable de mercados emergentes:

Pese al destacado rendimiento de 2025, que elevó las valoraciones, mantenemos una visión positiva sobre la renta variable emergente, con un enfoque más selectivo. La combinación de políticas monetarias más expansivas, la estabilización económica en China y un dólar más débil debería seguir respaldando un mejor comportamiento relativo de estos mercados frente a los desarrollados.

A

signación por clase de activos

Clase de activos

	1S 24	2S 24	1S 25	2S 25	1S 26
Efectivo	=/+	+	-	=	=
Renta fija	-/=	=	-	=	-
Capital	+	=	=/+	=/+	=/+
Alternativas	-/=	-/=	+	+	+
Divisas (USD vs. G10)	=	=/+	=/+	=	-
Oro				+	+
Materias primas	-/=	-	-	=/-	=/-

Renta fija

		1S 24	2S 24	1S 25	2S 25	1S 2026
Gobierno Bonos	EE. UU.	=/+	+	-	=	=
	UE	=/+	+	+	=/+	=
	Reino Unido	=	=	=	=	=
	CH	-	=	=	=	-
Corporativo Bonos	EE. UU. IG	+	+	=	=	=
	UE IG	+	+	=	=	=
	EE. UU. HY	+	+	+	=/+	=/+
	UE HY	+	+	+	=/+	=/+
Mercado Emergentes Deuda	Soberana HC	-/=	=	=	=	=
	LC soberana	=	=	-	-	=
	Corporativo	+	+	+	=/+	=/+

Renta variable

		1S 24	2S 24	1S 25	2S 25	1S 26
EE. UU.	Grande	-/=	-/=	=	=/+	=
	Pequeño	=/+	=	+	=/+	+
Europa	UE Grande	=/+	+	=	=	=/+
	Pequeña UE	+	+	-	-	=/+
	CH Grande	=	=	=	=	=
	CH Pequeño	+	+	-	-	=
	Reino Unido	=	=	=	=	=
Otros	Japón	-	-	-	-	=
	China	+	=/+	=	=	=
	India	=	=	+	+	+
	Otros EM	=	=	=	=/+	=/+

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

AVISO LEGAL

The Forum Finance Group S.A. (FFG) está autorizado por la FINMA como gestor de activos y registrado en la SEC como asesor de inversiones. Aunque The Forum Finance Group S.A. (FFG) ha tomado todas las precauciones posibles para asegurar la exactitud de la información publicada, no se puede dar ninguna garantía con respecto a la exactitud, fiabilidad, actualización o integridad de esta información. FFG declina, sin limitación alguna, toda responsabilidad por pérdidas o daños de cualquier tipo, incluidos los daños directos, indirectos o consecuentes, que pudieran derivarse del uso de este documento. Todo el contenido de este documento está sujeto a copyright con todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción (total o parcial), transmisión (por medios electrónicos o de otro tipo), modificación o utilización para cualquier fin público o comercial de este documento sin la autorización previa por escrito de FFG. Visite www.ffgg.com para consultar nuestro descargo de responsabilidad completo

FFG

FORUM FINANCE

1994

The Forum Finance Group SA

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

FFGG.COM