

PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN 2026

El cambio sincronizado

CUANDO LAS ECONOMÍAS
ENTONAN UNA INSÓLITA
ARMONÍA



PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN 2026

El cambio sincronizado

Contenido

1. Introducción	3
2. Escenario base: el cambio sincronizado	6
3. Escenario bajista y alcista	14
4. Perspectivas de los mercados financieros	17
5. Resumen	25

Las Perspectivas de inversión para 2026 han sido elaborado por Peter van der Welle (Estratega multiactivo) y Colin Graham (Responsable de estrategias multiactivo).

1. Introducción

Grandes compositores clásicos, como Bach, Schubert, Mozart y Chopin, utilizaron un único y dramático acorde (varias notas musicales que constituyen una unidad armónica) en sus composiciones más famosas para captar la atención de sus oyentes: el acorde napolitano. Dicho acorde, cuya armonía es sorprendentemente extraña y parece desafinada, marcaba un momento crucial en sus composiciones antes de volver a la nota tónica. Asimismo, en nuestro escenario base, esperamos que el ciclo económico disfrute de un «momento napolitano» en 2026: un repunte sincronizado de final de ciclo, poco frecuente y de corta duración, impulsado por la moderación de las tensiones comerciales, un incremento en el ciclo manufacturero global y los efectos retardados de la flexibilización de los bancos centrales.

INTRODUCCIÓN

Nuestra tesis de un cambio sincronizado tiene fuertes reminiscencias de 2017. En ese año, la economía global en general y los mercados emergentes en particular disfrutaron de un repunte temporal gracias a condiciones financieras favorables, a la depreciación del dólar, a la estabilización de los precios de la energía y a la reactivación económica global gracias a la mejora de la confianza empresarial y de los consumidores. Nuestros datos muestran que en torno a 2017 más del 80% de las economías del G19 se aceleraron a un ritmo superior al 2% en términos de PIB real.

Gráfico 1: Porcentaje de países del G19 que crecen por encima del nivel estacionario
(variación porcentual de cuatro trimestres del PIB real)



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

La economía en forma de K mantiene un equilibrio inestable

Todavía no estamos viviendo una vuelta a las condiciones de 2017. Por el momento, solo un 42% de las economías del G19 crecen por encima del 2%. Nuestra tesis del año pasado, «Esto no es un "landing"», preveía la posibilidad de un giro estanflacionista radical derivado de las políticas comerciales estadounidenses en una economía por lo demás resiliente. De hecho, «resiliencia» es la palabra clave en este caso, ya que el FMI destacó esta característica de la economía internacional en su último informe denominado Perspectivas de la economía global a pesar de los obstáculos que suponen los aranceles. Aun así, el Día de la Liberación dejó su impronta. Dado que los aranceles efectivos de EE.UU. rondan el 11%, seguimos creyendo que las compañías los repercutirán en mayor medida en el consumidor estadounidense a principios de 2026 (del 20% actual al 50%), lo que supondrá un reto para las personas con rentas más bajas de la mayor economía del mundo.

Al mismo tiempo, como el índice de precios al consumo (IPC) de EE.UU. se mantiene muy por encima del objetivo, esta economía experimenta una configuración en forma de K, la cual revela una aceleración de la actividad real, pero una notable ralentización del crecimiento del empleo. La estanflación total sigue siendo una posibilidad real. A este contraste se suman las diferencias de crecimiento del consumo en EE.UU., pues los hogares con rentas altas siguen gastando, mientras que los que tienen rentas más bajas se aprietan el cinturón a medida que se ralentiza la generación de empleo.

INTRODUCCIÓN

La dinámica en forma de K puede prolongarse durante un tiempo, pero constituye un equilibrio intrínsecamente inestable. O bien se recupera el crecimiento del empleo, o bien la economía real arrastrará al empleo hasta el terreno de la recesión. La economía en forma de K plantea un enigma: ¿estamos asistiendo al inicio de un aumento de la productividad derivado de la IA o acaso los empleadores están congelando las contrataciones y exigiendo más a sus empleados para obtener la máxima eficiencia posible en un contexto en el que impera la incertidumbre comercial? ●

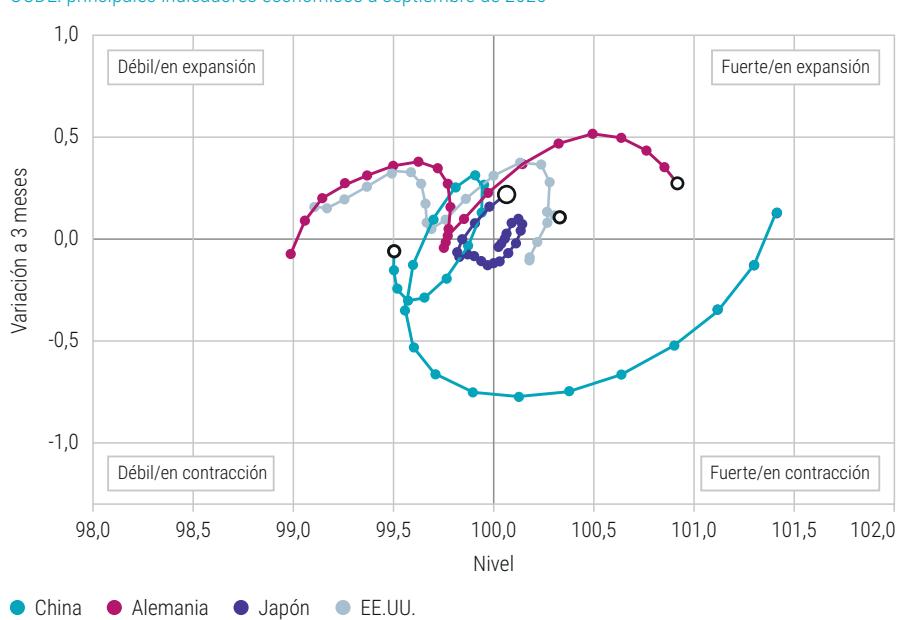
Gráfico 2: La economía estadounidense en forma de K



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

Gráfico 3: Aceleración de la expansión en las principales economías; ¿podría sumarse China en 2026?

Seguimiento de los ciclos económicos de los dos últimos años
OCDE: principales indicadores económicos a septiembre de 2025



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

2. Escenario base: el cambio sincronizado



Nuestro escenario base es que ya estamos viendo algunos atisbos de aceleración del aumento de la productividad. El descenso de la tasa de contratación entre los jóvenes licenciados sugiere que la IA está empezando a sustituir gradualmente a un segmento específico del mercado laboral. Aunque el desempleo tecnológico (un fenómeno que ya describió Keynes en la década de 1930) pueda suponer un reto para un grupo específico de trabajadores, podría ser una bendición para la economía estadounidense en general. La mejora de la producción por hora trabajada introduce un elemento de oferta positivo que podría compensar en parte las perturbaciones de la oferta que derivan de la persistente incertidumbre relacionada con el comercio y la restricción de la migración a EE.UU. en 2026. El consumo estadounidense ha aumentado un 2,6% de media en los últimos cuatro años. Prevemos que se produzca cierta desaceleración y baje hasta el 2,3% (en parte debido a los aranceles y al reembolso de los préstamos estudiantiles), con lo que el crecimiento global del PIB real de EE.UU. se situaría en el 2,1% en 2026.

Cuatro robustos pilares: ¿qué sostiene el consumo global?

Observamos cuatro factores que pueden fomentar la resiliencia del consumo global y una disminución de las diferencias en el consumo estadounidense a medida que avance 2026. En primer lugar, las repercusiones de la incertidumbre provocada por los aranceles seguirá disipándose en 2026, con lo que se atenuará un importante obstáculo al crecimiento del consumo y la confianza de los CEO para invertir y contratar. Una disminución adicional de 1 punto de desviación estándar de la incertidumbre respecto a las políticas de EE.UU. podría impulsar el crecimiento del consumo estadounidense en un 0,8%. Las probabilidades de recesión durante 2025 han estado muy ligadas a las incertidumbres relacionadas con la política arancelaria de Trump.

En segundo lugar, la política fiscal expansiva promovida por la ley One Big Beautiful Bill Act (OBBA) facilita que el gasto público se adelante en 2026. La exención de impuestos sobre las horas extraordinarias, las propinas, los intereses de los automóviles y los créditos tributarios por hijos ayudarán a los hogares con rentas más bajas a recuperarse.

En tercer lugar, no hay que subestimar el efecto riqueza que generó el repunte histórico del 25% que se inició el 10 de abril de 2025 y que se sumó al hecho de que el patrimonio neto de los hogares estadounidenses ya era 7,8 veces superior a la renta disponible en torno al 2T de 2025.¹ Los hogares disponen de amplios colchones, tanto en EE.UU. como en Europa. En un contexto en el que los mercados de valores han subido dos dígitos este año, los hogares con mayores ingresos podrían aumentar su gasto entre un 0,25 y un 0,5% en 2026, suponiendo una propensión marginal media al consumo.

Por último, la Agencia Internacional de la Energía prevé un aumento del exceso de oferta² en los mercados energéticos en 2026, lo que provocará una caída del precio del barril de petróleo por debajo de los 60 USD. Si bien consideramos que es insostenible que esto se mantenga durante todo el 2026, un rango de precios del petróleo entre los 60 y los 70 USD por barril es favorable para los consumidores globales.

El motor del crecimiento europeo vuelve a rugir

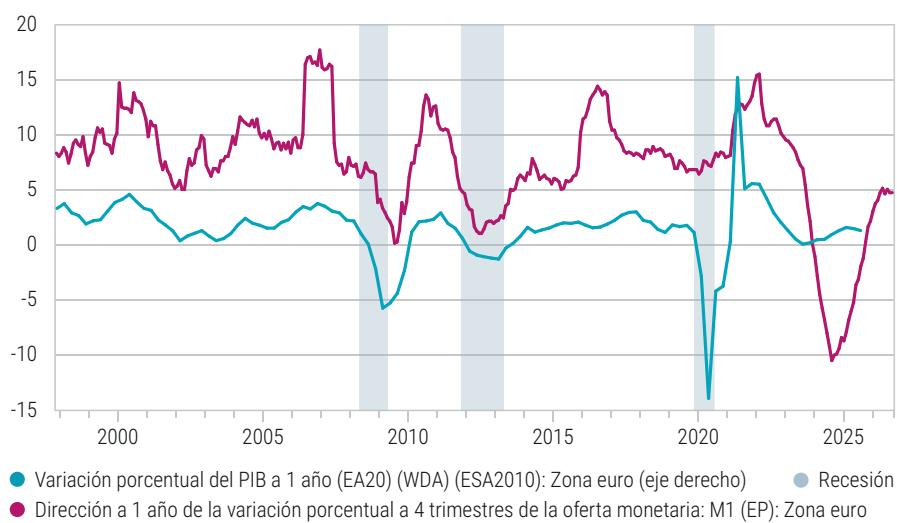
Mientras tanto, otras economías de mercados desarrollados (MD) también están en expansión. Según los indicadores de tendencias de la OCDE, Alemania dio un salto hacia la expansión en el segundo semestre de 2025, con lo que se unió a Japón en la aceleración de la actividad real a partir de una base sólida. Según nuestro escenario base, la tasa de crecimiento de Alemania se recuperará en comparación con la de EE.UU. en 2026. Aún queda un amplio margen para el crecimiento no inflacionista, ya que esperamos que la zona euro crezca un 1,6% en 2026. El efecto retardado de la anterior flexibilización del BCE, el gasto del exceso de ahorro de los hogares (un 2% por encima de la media de los últimos 20 años), un mayor impulso fiscal (que contribuirá en un 0,6% al crecimiento en 2026) y la recuperación de la demanda de exportaciones son los factores que probablemente fomenten esta tendencia.

1. LSEG Datastream, 2T 2025

2. Oil Market Report IEA, octubre de 2025

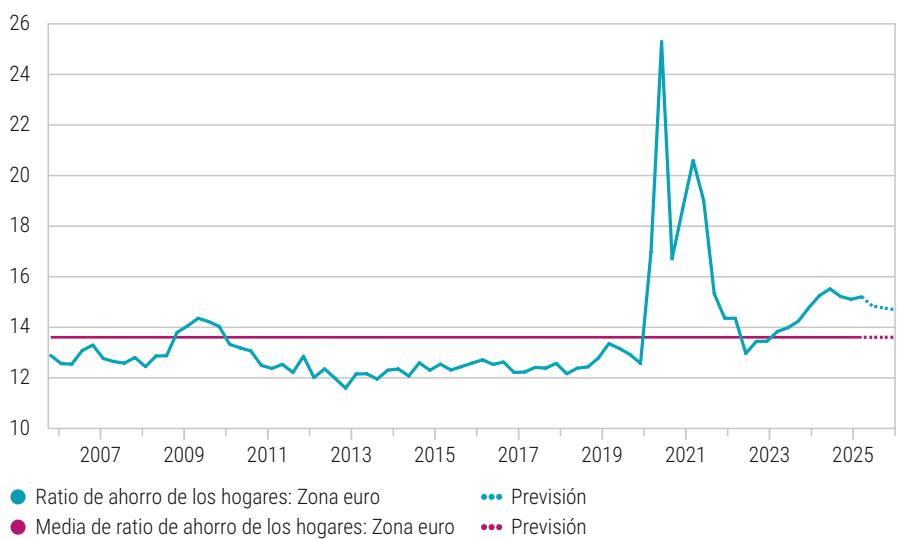
ESCENARIO BASE: EL CAMBIO SINCRONIZADO

Gráfico 4: El crecimiento de M1 en la zona euro sigue siendo favorable



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

Gráfico 5: A la espera de que se libere la demanda contenida



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

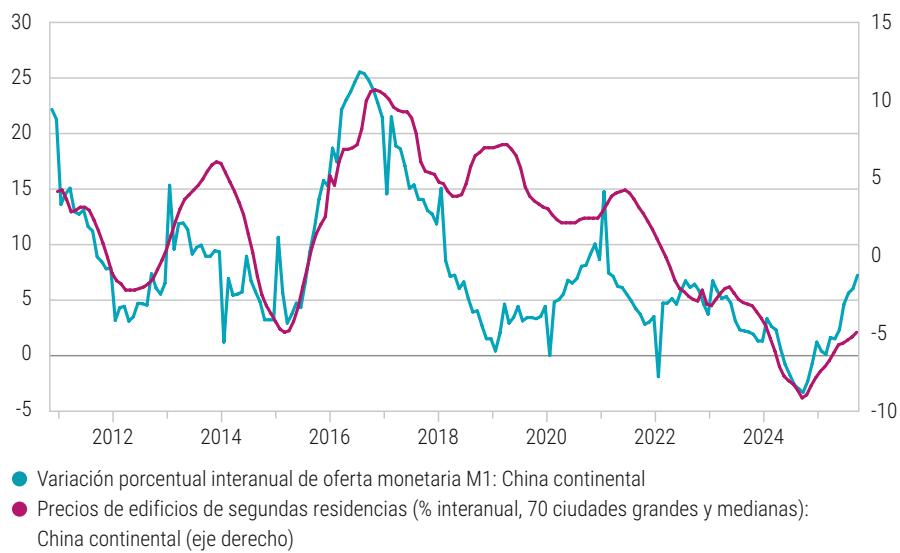
Mientras que un euro más fuerte supone un obstáculo a la competitividad exterior, los efectos multiplicadores fiscales de los gastos relacionados con la defensa y las infraestructuras refuerzan la competitividad interna. El actual exceso de capacidad industrial de Alemania favorece multiplicadores fiscales más elevados. La tregua en el turbulento discurso político francés, dado el aplazamiento de la reforma de las pensiones hasta después de las elecciones presidenciales de 2027, ya no debilita el núcleo de Europa.

China en una encrucijada: ¿de la deflación a la reactivación nacional?

China sigue registrando unos niveles de actividad moderados que oscilan entre la contracción y la expansión, ya que el país sigue luchando contra las presiones deflacionistas. Sin embargo, en el segundo semestre de 2026 podrían observarse señales más prometedoras de aumento del consumo interno a medida que el ciclo de desapalancamiento del mercado inmobiliario chino alcance su fase final en un contexto de mayor estímulo fiscal nacional.

ESCENARIO BASE: EL CAMBIO SINCRONIZADO

Gráfico 6: El crecimiento monetario de China sugiere una mejora del mercado inmobiliario residencial chino

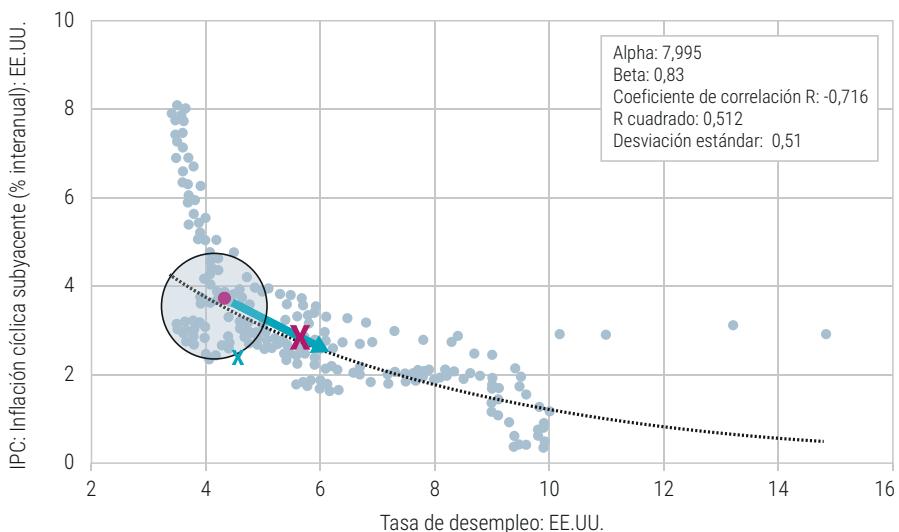


Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

El próximo movimiento de la inflación: ¿qué consecuencias tendrá el repunte sincronizado?

La pregunta clave es qué implica un repunte sincronizado de la actividad real global para el panorama de la inflación. Las diferencias regionales en el margen preexistente podrían dar lugar a diferencias en las presiones inflacionistas si la demanda agregada global mejorara a partir de ahora. China (y, en menor medida, Europa) tiene más margen de crecimiento no inflacionista que EE.UU. Para EE.UU. y Japón, el panorama tiene muchos más matices. Si el mercado laboral estadounidense mantiene un equilibrio general y la media de desempleo se sitúa en torno al 4,5% hasta 2026, el margen de crecimiento no inflacionista será limitado. Sin embargo, el descenso de los costes laborales unitarios podría compensar parcialmente el aumento de la productividad impulsado por la IA, que supera el crecimiento de los salarios nominales.

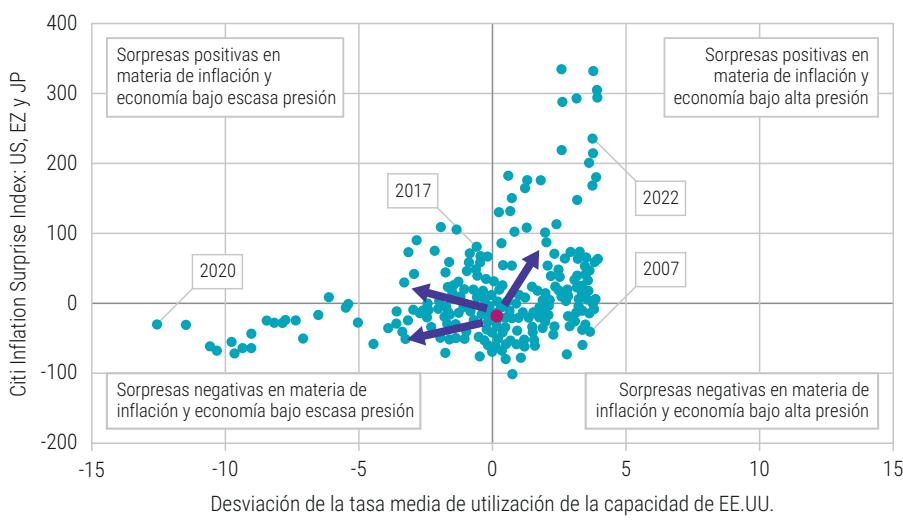
Gráfico 7: Prevemos que el mercado laboral de EE.UU. mantenga un equilibrio general en 2026



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

ESCENARIO BASE: EL CAMBIO SINCRONIZADO

Gráfico 8: ¿Se está creando una economía de alta presión?



- Tasa media de utilización de la capacidad de EE.UU. frente al Citi Inflation Surprise Index: US, EZ y JP

Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

Cada punto ilustra una combinación histórica específica entre las sorpresas inflacionistas de los mercados desarrollados y la desviación de la tendencia de la utilización de la capacidad en EE.UU. El cuadrante superior derecho es el de la «economía bajo alta presión», ya que una utilización de la capacidad por encima de la tendencia en EE.UU. suele coincidir con sorpresas de mayor inflación. El punto rojo es el valor más reciente y las flechas representan las tres direcciones más plausibles en 2026.

El gobernador de la Fed, Stephen Miran, abogó recientemente por un recorte de tipos de 200 puntos básicos, ya que observa un tipo de interés neutral más bajo y una mayor desinflación. Aunque la inflación de los alquileres puede tender a la baja debido al descenso de la migración neta, no concordamos con su análisis de un tipo de interés neutral más bajo. En nuestra opinión, es probable que la productividad mejore y las demandas de inversiones en bienes de capital aumenten en relación con el actual nivel de ahorro estadounidense. Por lo tanto, el riesgo es que incluso un tipo de interés cercano pero inferior al 3,75% suponga una flexibilización excesiva en un contexto de política fiscal procíclica continuada, restricciones migratorias que impulsan al alza los costes laborales en sectores como la agricultura y la vivienda, y un auge de la IA en EE.UU.

A fuego lento: la chispa retardada de la inflación

Aunque una flexibilización excesiva podría deparar sorpresas inflacionistas positivas en 2026 en comparación con las expectativas de inflación del consenso, hará falta tiempo para que se desarrolle una segunda oleada inflacionista. Por lo tanto, es posible que no acabemos en el cuadrante superior derecho del gráfico 8, sino en el cuadrante superior izquierdo, con sorpresas de inflación más modestas unidas a una utilización de la capacidad inferior pero cercana a la tendencia gracias a las mejoras de la productividad.

En primer lugar, desde el punto de vista monetario, el crecimiento de la masa monetaria sigue estando contenido en las economías desarrolladas, pues crece un 5% anual aproximadamente. Además, se observa una tendencia de reducción de la velocidad de circulación del dinero, en claro contraste con la etapa posterior a la crisis del COVID. En segundo lugar, el impulso fiscal en 2026 será probablemente mucho menos pronunciado en comparación con el impulso fiscal posterior al COVID. Esto reduce el riesgo de que la inflación subyacente vuelva a alcanzar el 4% en los próximos 12 meses, un nivel que históricamente resulta ser un importante punto de

ESCENARIO BASE: EL CAMBIO SINCRONIZADO

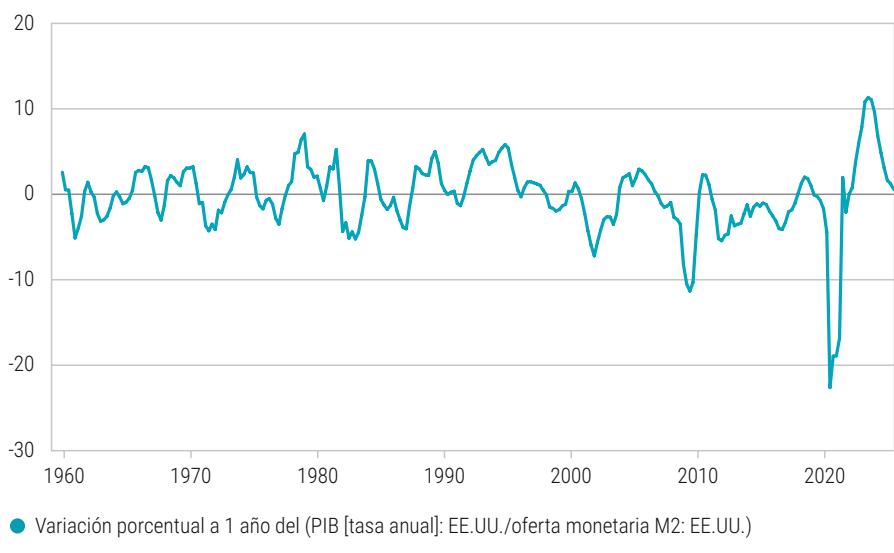
inflexión para la rentabilidad de la renta variable³ (véase la tabla 1 de la página 18). Nuestra escenario base es que el IPC de EE.UU. esté en torno al 3% y que la inflación de la zona euro se sitúe casi 100 puntos básicos por debajo.

Gráfico 9: El crecimiento de la masa monetaria aún no es propicio para atisbar ya la próxima oleada de inflación en 2026



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

Gráfico 10: La velocidad de circulación del dinero es baja



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

En lo que respecta a la dinámica de los componentes de la inflación subyacente, creemos que la inflación de los bienes aún podría experimentar un repunte cíclico, tanto por el efecto retardado de los aranceles como por la reactivación del ciclo manufacturero global. Sin embargo, su tendencia a largo plazo sigue siendo ligeramente desinflacionista, puesto que China sigue luchando contra el exceso de capacidad industrial. Se espera que la inflación que afecta a la vivienda descienda y compense parcialmente el aumento de la inflación que repercute en los servicios (a excepción de los alquileres).

3. Las rentabilidades pasadas no son garantía de resultados futuros. El valor de sus inversiones puede fluctuar.

ESCENARIO BASE: EL CAMBIO SINCRONIZADO

Gráfico 11: Los salarios negociados en la zona euro, por debajo del 4% en el primer semestre de 2026, se recuperan inicialmente

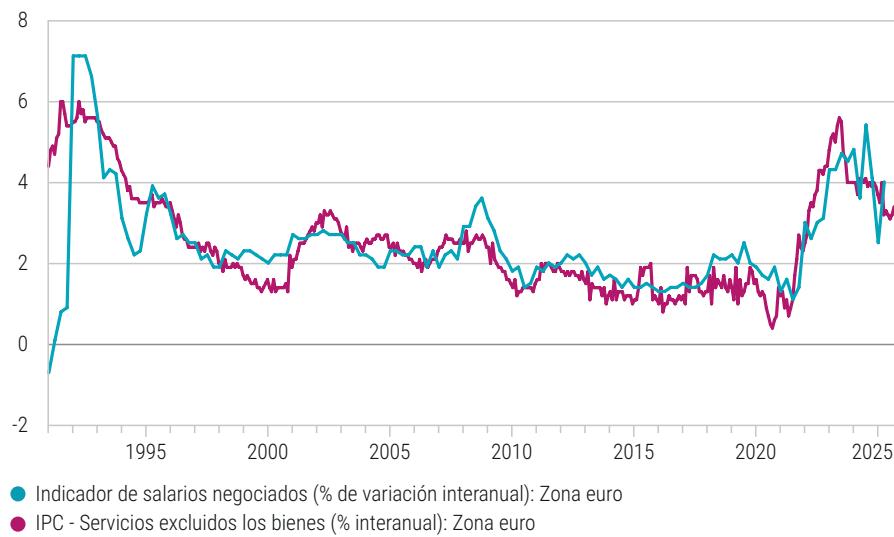
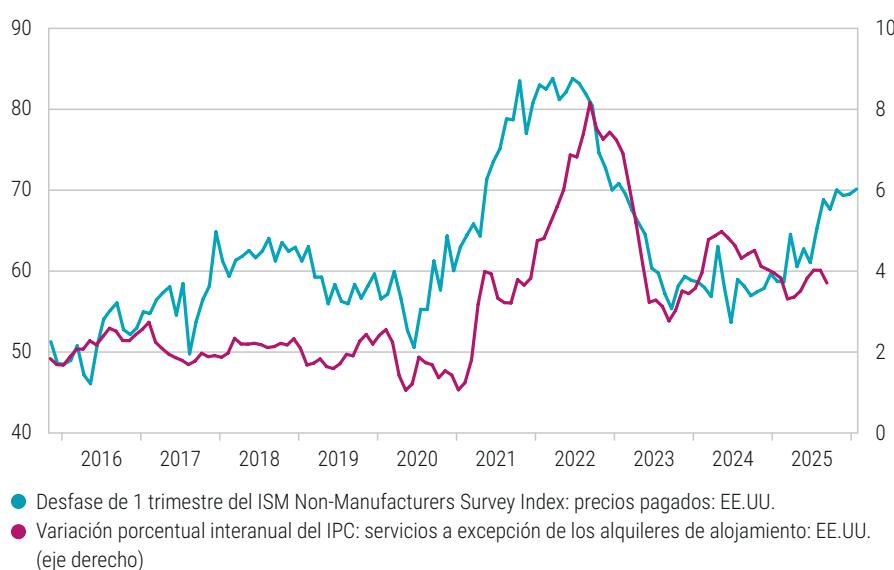


Gráfico 12: EE.UU. prevé una aceleración de la inflación de los servicios hasta 2026



Los bancos centrales en el punto de mira: navegar por el laberinto de la flexibilización

Puesto que la Fed considera que su postura todavía es «modestamente restrictiva» dada la coyuntura actual, cabe esperar que aborde más recortes de tipos (de 75 puntos básicos hacia finales de 2026). Sin embargo, dado que seguimos en un entorno de inflación persistente con riesgos de inflación a medio plazo que estarán cada vez más sesgados al alza a medida que avance el año 2026, esperamos que el tipo de los fondos de la Fed termine por encima de la actual estimación de consenso del 3% a finales de 2026. El mandato de Powell, actual presidente de la Fed, finaliza en mayo de 2026. El próximo presidente de la Fed podría mostrarse más susceptible a la agenda de Trump y adoptar tipos de interés oficiales que acaben por debajo de un tipo de interés oficial implícito en la regla de Taylor. Esto situaría los tipos de interés oficiales por debajo de los de la Fed dirigida por Powell, sin que ningún otro factor cambiara.

ESCENARIO BASE: EL CAMBIO SINCRONIZADO

Sin embargo, el mercado podría estar sobrevalorando la cuantía de los próximos recortes de tipos. En primer lugar, debido a la restricción de la migración, el nivel de equilibrio de las nóminas no agrícolas (NFP) se estima ahora en torno a 50.000, lo que sugiere que unos niveles de NFP inferiores a 100.000 pueden seguir siendo ampliamente coherentes con el pleno empleo. En segundo lugar, aunque esperamos que disminuya la inflación de los alquileres, es probable que se vea compensada con creces por la inflación de los servicios (a excepción de los alquileres). En tercer lugar, la inflación persistente ha contribuido a la caída de la popularidad de Trump. De cara a las elecciones de mitad de legislatura, la intención de la Administración estadounidense de debilitar el dólar podría atenuarse.

Aunque el BCE considera que se encuentra «en una buena posición», prevemos una nueva bajada de tipos (de 25 puntos básicos) en 2026, a pesar de que la recuperación europea se consolida gracias a los estímulos fiscales. En primer lugar, dado el grado de atonía de la industria (alemana), aún hay margen para que se produzca un crecimiento no inflacionista. En segundo lugar, el desacople histórico entre los recortes de tipos del BCE y de la Fed es de diez meses. Dado que se espera que la Fed los recorte en 75 puntos básicos, aumentarán las presiones para que el BCE aplique un nuevo recorte en 2026. Aunque la repercusión es inferior al promedio histórico, la apreciación del euro podría amplificar la desinflación importada. En tercer lugar, los precios de la zona euro no se han adaptado a los salarios en este ciclo, sino al revés. Esta dinámica podría aliviar la preocupación por los efectos secundarios, incluso aunque mejore el desempleo en Alemania.

Creemos que el mercado está infravalorando el riesgo de nuevas subidas de tipos por parte del Banco de Japón en 2026. Tras experimentar la deflación durante una generación, la sociedad japonesa ve la inflación como un problema creciente. La rigidez del mercado laboral nacional, el abaratamiento del yen y la mayor repercusión de los precios de importación en el IPC final amenazan con favorecer la persistencia de la inflación. Además, la nueva primera ministra, Sanae Takaichi, podría no ofrecer una copia exacta del modelo «abenómico», lo que daría más margen al Banco de Japón para subir los tipos.

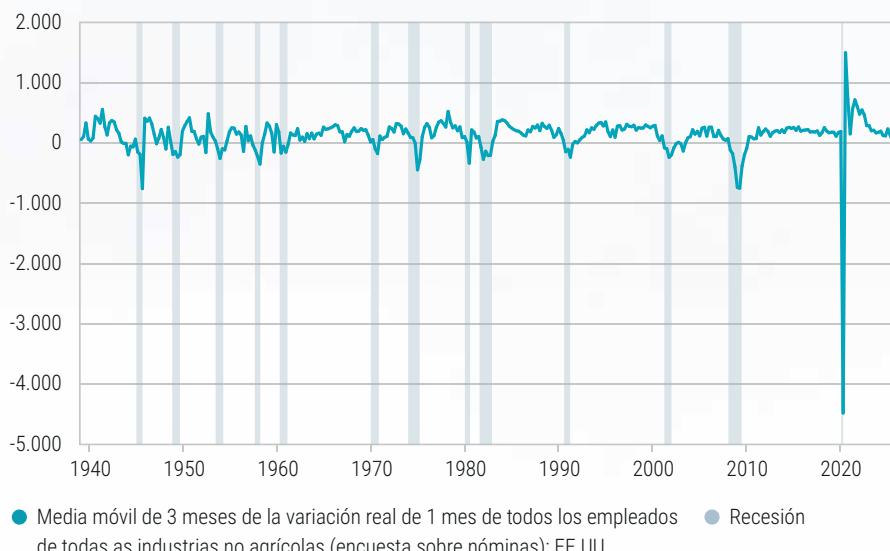
En cuanto a los bancos centrales de los mercados emergentes, creemos que imitarán en gran medida la postura de flexibilización de la Fed que prevemos hasta 2026, ya que unas divisas más fuertes permiten aplicar más recortes hacia tipos de interés oficiales neutrales subyacentes. En cuanto al Banco Popular de China, nuestra visión de una desaceleración de la desinflación y un yuan más débil reduce la urgencia de aplicar recortes agresivos. ●

3. Escenario bajista y alcista

Escenario bajista: doble decrescendo

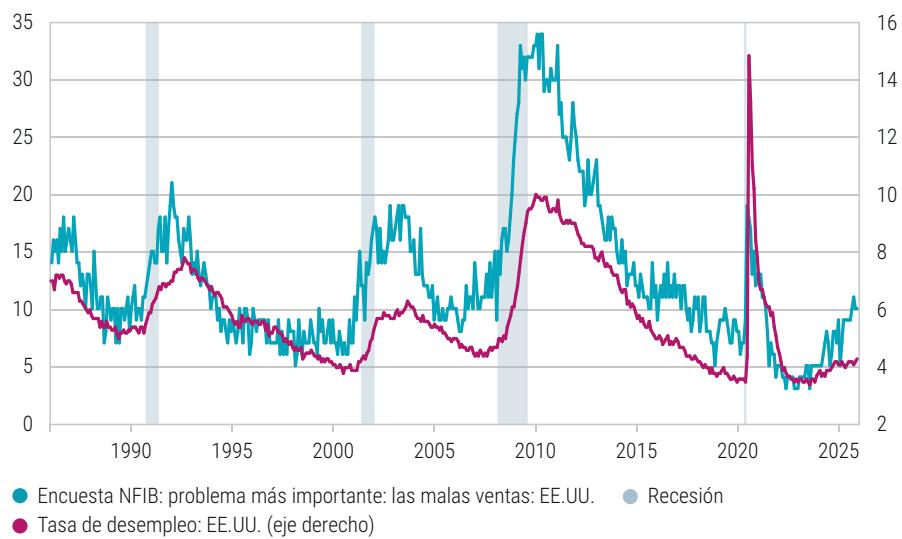
Según el FMI, los riesgos se inclinan a la baja en 2026. La incertidumbre prolongada, el aumento del proteccionismo y las perturbaciones de la oferta de mano de obra podrían reducir el crecimiento. Sin embargo, los riesgos para el crecimiento no se limitan a las causas que cita el FMI. Estamos de acuerdo en que la posibilidad de que se produzcan perturbaciones negativas de la oferta podría dar lugar a un resultado de estanflación, ya que el producto potencial cae más rápidamente en relación con la demanda agregada. Pero casi igual de probable es que el consumo se vea afectado negativamente en un escenario en el que la burbuja de la IA estalle cuando el reparto de beneficios de las Siete Magníficas empiece a decepcionar. El impacto del estallido de la burbuja de la IA en el crecimiento y la inflación es muy distinto de la repercusión negativa de la oferta que pudiera tener la política estadounidense. Sin embargo, un hilo común en ambos casos es el desvanecimiento del excepcionalismo estadounidense.

Gráfico 13: La debilidad genera debilidad



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

Gráfico 14: Varios indicadores apuntan a un nuevo aumento del desempleo en EE.UU.



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

Las probabilidades de que se desvanezca el excepcionalismo estadounidense no son desdeñables a corto plazo. Nuestro monitor de recesión señala un riesgo de recesión en EE.UU. del 20%. Además, una cifra media de 29.000 nóminas al cabo de tres meses, como la que vimos en octubre de 2025 en EE.UU., ha sido casi siempre un presagio de recesión en ese país. La única y afortunada excepción se produjo en 1962, cuando las nóminas descendieron a 17.000⁴, pero la expansión siguió su curso. Además, hay varios indicadores adelantados que apuntan a un aumento considerable del debilitamiento del mercado laboral estadounidense. Por ejemplo, una encuesta de la NFIB realizada a pymes de EE.UU. señala que las «malas ventas» son un problema cada vez más importante para estas compañías.

Debido a la mayor absorción de márgenes durante un régimen de altos aranceles persistentes, la debilidad del sector de pequeña capitalización podría extenderse a las compañías de mayor tamaño. En ese caso, el desempleo en EE.UU. supera el 1%, lo que sería coherente con una recesión leve del país. Aunque normalmente las pérdidas de empleo de esta magnitud ejercen una presión desinflacionista, la naturaleza de la perturbación (combinación de repercusiones negativas de la oferta) que conduce a la desaceleración muestra similitudes con una recesión causada por una crisis de los precios del petróleo.⁵ Por el contrario, el estallido de una burbuja relacionada con la IA tendría un impacto más leve sobre el desempleo y un efecto desinflacionista neto, algo más típico.

4. LSEG Datastream, noviembre de 2025

5. Un informe del FMI (2008) muestra que las recesiones inducidas por los precios del petróleo han experimentado normalmente un aumento de 50 puntos básicos en el IPC durante las recesiones inducidas por crisis del petróleo.



Escenario alcista: crescendo total

En el escenario alcista, una economía bajo una alta presión se desarrolla con una inflación que sorprende al alza en las economías desarrolladas, con un crecimiento del PIB real estadounidense que alcanza el 2,9%. El excepcionalismo estadounidense se restablece con el fortalecimiento del dólar a medida que se desvanece el comercio de devaluación. La Fed tiene menos margen para recortar por debajo del 3,5%, dado que el tipo neutro es más alto y el desempleo estadounidense ha vuelto a caer al 4,0%. En cambio, en este escenario, con una inflación que sorprende aún más al alza en los mercados desarrollados en comparación con nuestra escena base, los mercados financieros están adelantando otro ciclo de endurecimiento. Incluso para una Fed más leal a Trump, un acercamiento de la inflación al 4% sería un nivel demasiado elevado como para considerarse zona de confort.

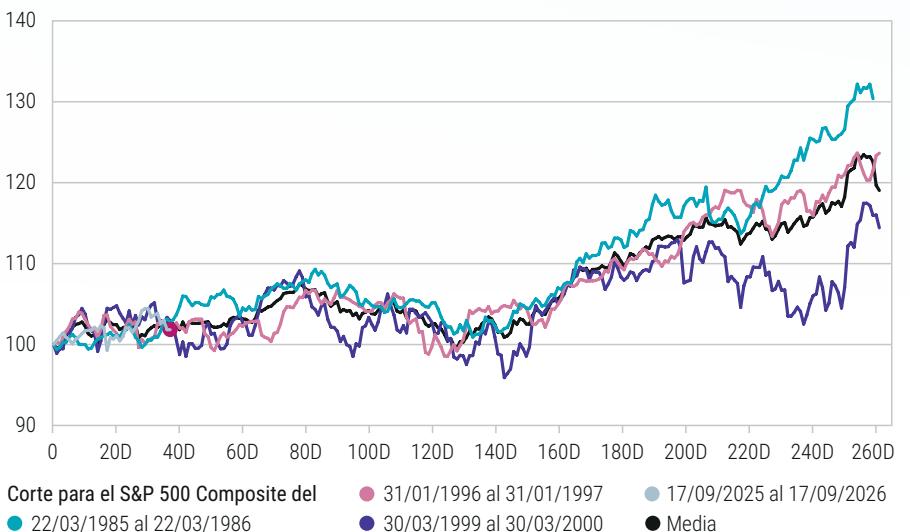
En primer lugar, se resuelven las perturbaciones que han frenado las economías. Vemos que la atonía económica disminuye más rápidamente en la zona euro a medida que la moderación de las amenazas geopolíticas se revela como un poderoso catalizador para desbloquear la demanda contenida en Europa. Esa recuperación económica compensa totalmente una ralentización del impulso fiscal derivado de los gastos en defensa. En segundo lugar, un acuerdo comercial entre China y EE.UU. se consolida y el tipo arancelario efectivo de EE.UU. disminuye a lo largo de 2026, lo que impulsaría a las pymes estadounidenses. Los flujos comerciales hacia EE.UU. se recuperan, lo que beneficia al crecimiento de las exportaciones de las economías emergentes. En tercer lugar, junto al sólido crecimiento de las exportaciones, China se beneficia de las presiones reflacionistas. Esto se debe tanto a la recuperación del mercado de la vivienda residencial tras el aumento de la formación de hogares como al retorno de los compradores por la mejora de la asequibilidad. ●

4. Perspectivas de los mercados financieros

Renta variable: tendencia alcista y el posible repunte de la RV

¿En qué punto del ciclo de la renta variable nos encontramos? En primer lugar, la reanudación del ciclo de flexibilización monetaria en ausencia de un riesgo inmediato de recesión suele provocar que la renta variable siga rindiendo muy por encima de su nivel estacionario del 7%.* Despues de que la Fed reanudara la flexibilización tras una pausa inicial, el S&P 500 ha terminado por alcanzar normalmente un 20% al alza 12 meses después.

Gráfico 15: La reanudación de los ciclos de flexibilización de la Fed ha supuesto un repunte del 20% en los próximos 12 meses



* Las rentabilidades pasadas no son garantía de resultados futuros. El valor de sus inversiones puede fluctuar.
Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

Si bien otra subida del 20% del S&P 500 en 2026 sería asombroso a juzgar por el ya inmenso repunte en lo que va de año, sí indica un potencial de repunte. En segundo lugar, creemos que si un gobernador más leal a Trump toma el timón de la Fed en 2026, su la orientación también podría ser más propicia a la asunción de riesgos de renta variable en comparación con los típicos ciclos de flexibilización de la Fed inducidos por la ausencia de recesiones en el pasado. En tercer lugar, dado que sostenemos que la inflación de los mercados desarrollados se mantendrá por encima del objetivo, pero que no superará el 4% en 2026, seguimos estando en el punto óptimo para cosechar una sólida rentabilidad real de la renta variable,* suponiendo que no se materialice una recesión en EE.UU.

Table 1: Rentabilidad real entre 1875 y 2021

Clase de activos	Inflación <0%	0-2%	2-4%	Inflación >4%
Renta variable	5,5	9,8	8,2	-1,7
Bonos	8,4	3,4	1,6	-4,6
Monetarios	5,9	1,5	0,5	-4,3

* Las rentabilidades pasadas no son garantía de resultados futuros. El valor de sus inversiones puede fluctuar.
Fuente: Baltussen, Swinkels, Van Vliet y Van Vliet (2023).

¿Triunfo o estallido? La burbuja de la IA y la confianza de los mercados

A finales de la década de 1990, con Greenspan al frente de la Fed, corrieron ríos de tinta sobre si los bancos centrales debían pinchar las burbujas de activos.⁶ Sin embargo, Powell, el presidente actual de la Fed, se negó a hacer declaraciones en la rueda de prensa de octubre sobre si el mercado bursátil está sobrevalorado. Las evasivas de Powell tienen sentido, ya que uno de los indicadores ex-ante que mejor predicen la rentabilidad de la renta variable, el CAPE de Shiller, solo capta el 8% de la varianza de la rentabilidad posterior en un horizonte a 24 meses. Además, el poder predictivo fuera de la muestra es insignificante en un horizonte a 12 meses. Aun así, cualquier cosa puede suceder a partir de aquí a pesar de las elevadas valoraciones estadounidenses.⁷

Desde el punto de vista del sentimiento, no hemos entrado en el territorio de la exuberancia irracional, dada la moderada confianza de los consumidores y el relativo optimismo minorista de la AAII en el percentil 0,3. Esto es importante, ya que el estallido de las burbujas suele venir precedido de niveles máximos de confianza y de cuentas de margen minoristas junto con niveles de valoración bursátil al alza. Es decir, hay que temer a la ausencia de temor.

6. Véase, por ejemplo, Cecchetti, Genberg, Lipsky y Wadhwani (2000).

7. Véase, por ejemplo, Campbell y Thompson (2008), y Goyal y Welch (2008).

Dado que la prima de riesgo implícita de la renta variable global se sitúa muy por debajo de las medias históricas y el Shiller CAPE está en 40 –un nivel que solo se ha superado una vez en los últimos 135 años, en 1999–, la obtención de beneficios será crucial en 2026. Aunque las valoraciones históricamente elevadas suponen un difícil punto de partida para 2026, una reaceleración más sincronizada de la economía global es un buen augurio para las perspectivas de beneficios. La cuestión clave seguirá siendo si está justificado el fuerte aumento de las ratios de inversiones en bienes de capital respecto a las ventas entre los hiperescaladores.

¿Seguirá dando resultados el aumento de las inversiones? Aunque las elevadas ratios actuales de inversiones en bienes de capital respecto a las ventas en el sector tecnológico estadounidense podrían no indicar una compresión de márgenes en los próximos 12 meses, la probabilidad de que esta se produzca suele aumentar posteriormente. Las limitaciones energéticas se erigen cada vez más como el cuello de botella al aumento de la escala de la IA, pues elevan los costes marginales. Sin embargo, hasta ahora el crecimiento previsto de los beneficios de los hiperescaladores se ha mantenido a la par del crecimiento de sus gastos por inversiones en bienes de capital. Aún no vemos indicios de exceso de capacidad. Las inversiones en bienes de capital siguen financiándose principalmente con flujos de caja y no con deuda. No estamos «de celebración como si fuera 1999». Por ahora, el sector tecnológico estadounidense exhibe una burbuja triunfal en lugar de una a punto de estallar.⁸

Rotación de la renta variable global: aparte de EE.UU., ¿quiénes serán los próximos ganadores?

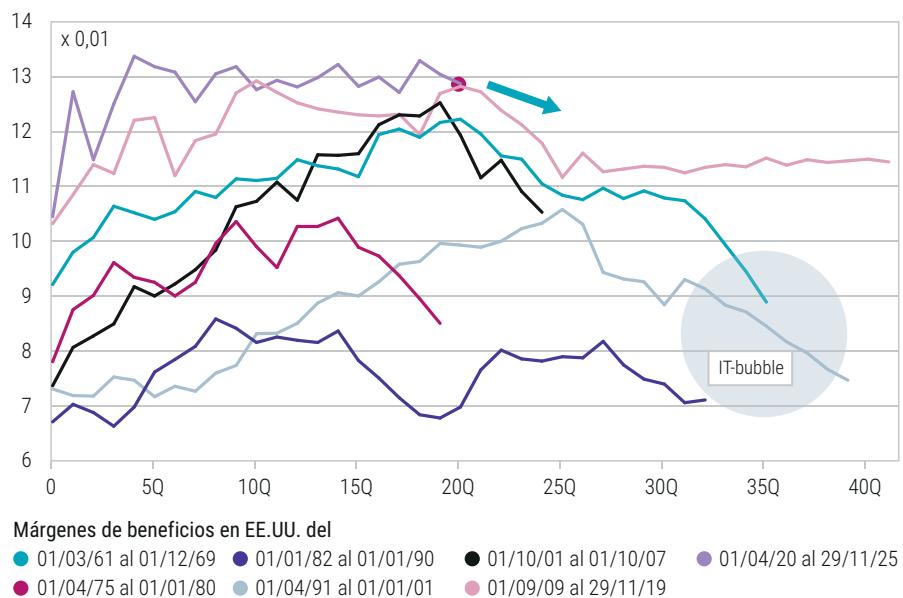
Si nos alejamos de EE.UU., observamos que la rentabilidad del MSCI World ex US superó la de EE.UU. en el 69% de los años naturales⁹ en los que se produjo una depreciación del dólar ponderado por el comercio. El descenso de los diferenciales de tipos y la recuperación de la actividad real de otras economías del G10 probablemente se traduzcan en un descenso general de la ponderación comercial del dólar (aunque habrá episodios de fortaleza del dólar). Al igual que en 2017, esto también es un buen augurio para los mercados de renta variable con una beta alta, que están notablemente más baratos en comparación con el mercado de renta variable estadounidense en un contexto de moderación de la incertidumbre en torno a la política comercial global.

Somos constructivos en cuanto al ciclo de beneficios globales y, en concreto, vemos un riesgo alcista en la estimación de BPA global a 12 meses del 8%, ya que los recortes a mitad de ciclo suelen traer consigo posteriores mejoras de los beneficios globales. Los márgenes de beneficio globales se mantienen por encima de la tendencia. En cuanto a EE.UU., esperamos cierta contracción de los márgenes desde ahora hasta los próximos 12 meses respecto a los niveles máximos, pero esto se corrobora con los primeros mercados alcistas de ciclo tardío. En la expansión de NBER de la década de 1990, cuando se formó la burbuja de la TI, los márgenes de beneficio alcanzaron su máximo dos años y medio antes de que el SPX alcanzara su máximo en septiembre del año 2000.

8. Véase el artículo «Bursting or buzzing bubbles?», publicado en septiembre de 2024 en el sitio web de Robeco.
9. Las rentabilidades pasadas no son garantía de resultados futuros. El valor de sus inversiones puede fluctuar.

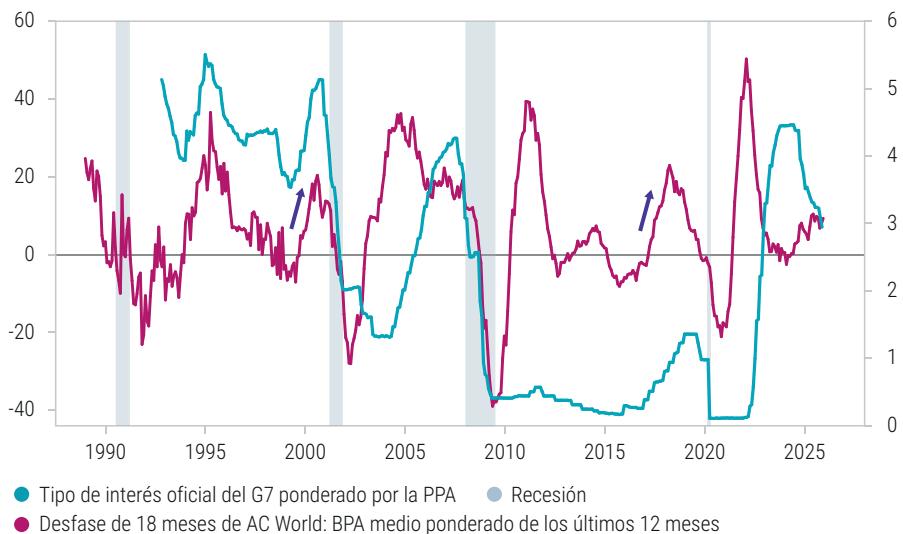
Gráfico 16: No es habitual ver una recesión en EE.UU. sin una caída intertrimestral de los márgenes

Margen de beneficios durante las fases de expansión de NBER



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

Gráfico 17: Los recortes de mitad de ciclo se traducen en una mejora global de los BPA



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

Al igual que en 2017, esperamos que se produzcan nuevas revisiones al alza de los beneficios del sector tecnológico en 2026, lo que abrirá el camino a mayores revisiones de los beneficios en otros sectores hacia 2027. Esperamos una cierta expansión del crecimiento de los beneficios en 2026. En primer lugar, las entidades beneficiarias de las inversiones en bienes de capital, como las compañías industriales, energéticas y de servicios públicos, están recibiendo un gran impulso de las inversiones iniciadas por los hiperescaladores. Aunque las opiniones del mercado sobre qué sector se beneficiará más de la adopción de la IA son muy dispares, cada vez hay más indicios de que los sectores financiero y sanitario serán los afortunados.

PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

En segundo lugar, una mayor reducción de la incertidumbre relacionada con el comercio podría ayudar especialmente a las pymes a recuperar terreno en términos de crecimiento de los beneficios. Por último, los beneficios del actual ciclo de flexibilización recaen desproporcionadamente en las compañías más pequeñas, más sensibles a los tipos, al reducir su coste de capital.

Gráfico 18: Las revisiones de BPA global alcanzan el nivel de las del sector tecnológico



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

Si continuamos con la analogía con 2017, un mayor debilitamiento del dólar ponderado por el comercio podría suponer una aceleración de la renta variable de los mercados emergentes frente a los mercados desarrollados. Como esperamos que las revisiones de los beneficios en China mejoren en relación con el MSCI EM ex China, sostenemos que existe potencial para una revalorización de China frente al resto de los mercados emergentes en 2026. Las expectativas de consenso de que la rentabilidad de China supere a la del resto de los mercados emergentes en 2026 también son moderadas, lo que la convierte en una operación más contraria.

Nos interesa la renta variable de la zona euro por sus atractivas valoraciones, la debilidad del dólar, la moderación de los precios de la energía, una mayor aceleración del crecimiento de la zona euro impulsado por el estímulo fiscal, un crecimiento monetario positivo y la mejora de la confianza de los consumidores.

Curvas de rentabilidad y encrucijadas: navegar por el mercado de bonos en 2026

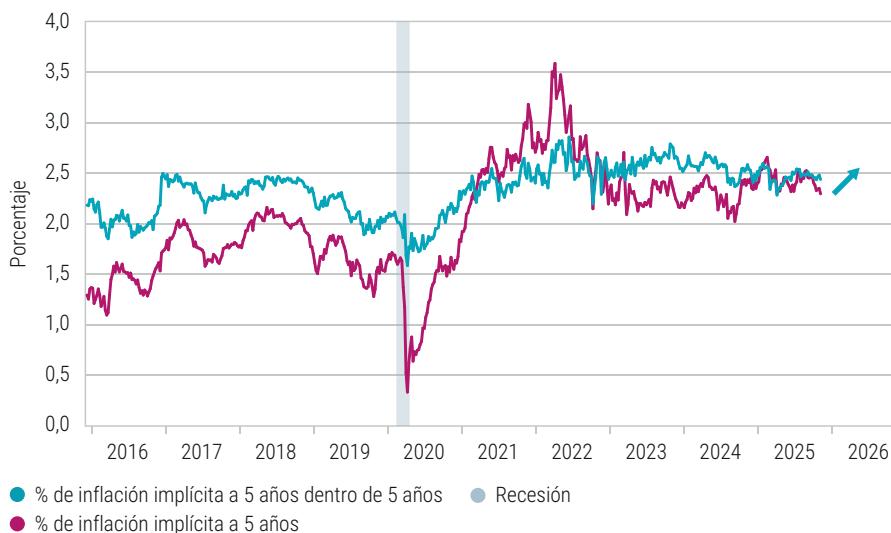
Nuestro modelo de valor razonable estadounidense a 10 años contempla un aumento de las TIRs nominales¹⁰ hasta el 4,5%, lo que indica riesgos a la baja para los bonos del Tesoro de EE.UU. Además, la reanudación de los recortes de tipos por parte de la Fed provocó que las TIRs a 10 años subieran 100 puntos básicos en 1996 y 1999 en los 12 meses posteriores. Mientras que las TIRs nominales podrían terminar 2026 por encima del nivel actual del 4%, las TIRs reales podrían sufrir presiones a la baja. Si los miembros de la Fed leales a Trump ejercen más influencia en 2026, prevemos un notable descenso de las TIRs reales. Históricamente, los bancos centrales que han cedido a las presiones del dirigente de su país en lo que respecta a las decisiones

10. Las rentabilidades pasadas no son garantía de resultados futuros. El valor de sus inversiones puede fluctuar.

sobre los tipos de interés suelen enfrentarse a las consecuencias de una inflación elevada.¹¹ Por lo tanto, creemos que las actuales expectativas de inflación a medio plazo implícitas en el mercado aumentarán en 2026. También esperamos un nuevo aumento de la prima a plazo a medida que el mercado recalibre la posibilidad de que la Fed queden a la zaga de la curva (de nuevo). Además, aunque unas TIRs reales más bajas mejoren la demanda agregada (de mano de obra), pueden acelerar la inflación de los precios de los activos.

Gráfico 19: La inflación implícita aumentará probablemente a finales de 2026

Tasas de inflación implícita en EE.UU.



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

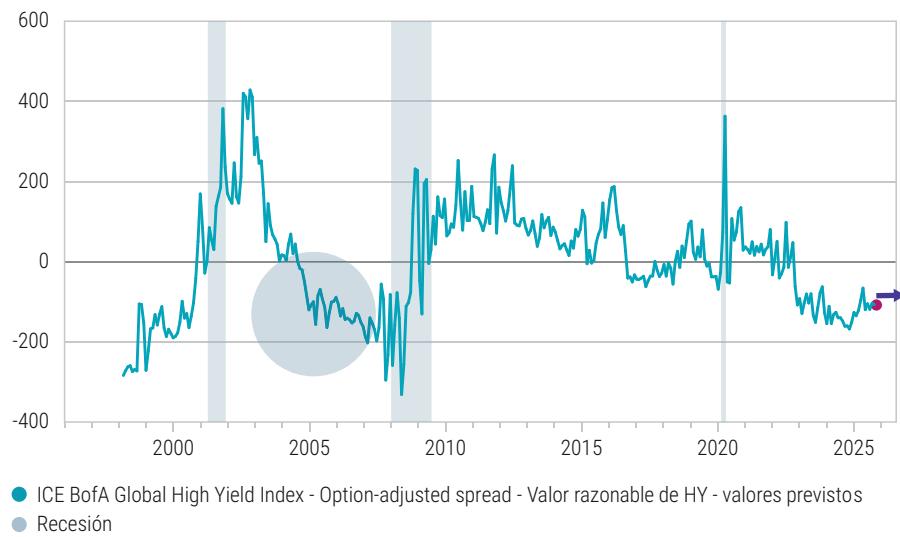
Aunque los indicadores técnicos siguen siendo favorables, los spreads investment grade son estrechos. Nuestra opinión de que las TIRs a largo plazo terminarán 2026 al alza refuerza la preferencia por la exposición a duraciones más cortas (de spreads). Los spreads de HY han estado históricamente ajustados, pero las condiciones financieras siguen siendo muy favorables y apuntan a la posibilidad de una compresión aún mayor en 2026. En este sentido, una ampliación del reparto de beneficios resultaría útil. En la expansión de principios de la década de 2000, se sucedieron cuatro años de valoraciones al alza antes de que la HY se corrigiera hacia sus spreads de valor razonable.

Los niveles de apalancamiento siguen pareciendo benignos desde una perspectiva histórica, con una relación neta deuda-capital global en torno al 2,5. Esto podría limitar la envergadura del estallido de los spreads tras un evento de riesgo sistémico. Sin embargo, el margen de error se está estrechando y, con unos spreads que, en nuestra opinión, se mantendrán muy por debajo de los 500 puntos básicos en 2026, es poco probable que la rentabilidad de HY supere la de la renta variable. Por lo tanto, vemos más potencial alcista relativo en la renta variable si se materializa nuestra escenario base. Mientras tanto, nuestra infraponderación en HY también nos proporcionará protección frente a las caídas si se materializa nuestro escenario bajista. En cuanto a la deuda de mercados emergentes (DME), una clase de activos situada entre HY e IG, esperamos que persistan los flujos de entrada en un entorno de flexibilización monetaria, un dólar más débil y un carry razonable, especialmente frente a las alternativas de IG de los mercados desarrollados.

11. Véase, por ejemplo, el documento de trabajo n.º 1028 del Banco de Pagos Internacionales (BPI).

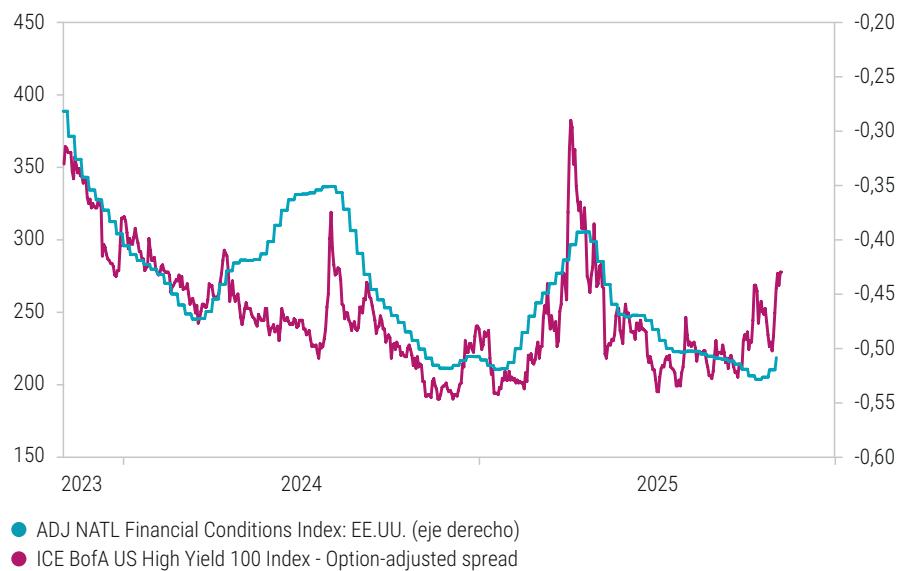
PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Gráfico 20: Hicieron falta cuatro años de sobrevaloración para que HY se corrigiera (2004-2008)



Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

Gráfico 21: Aún hay margen para una mayor compresión

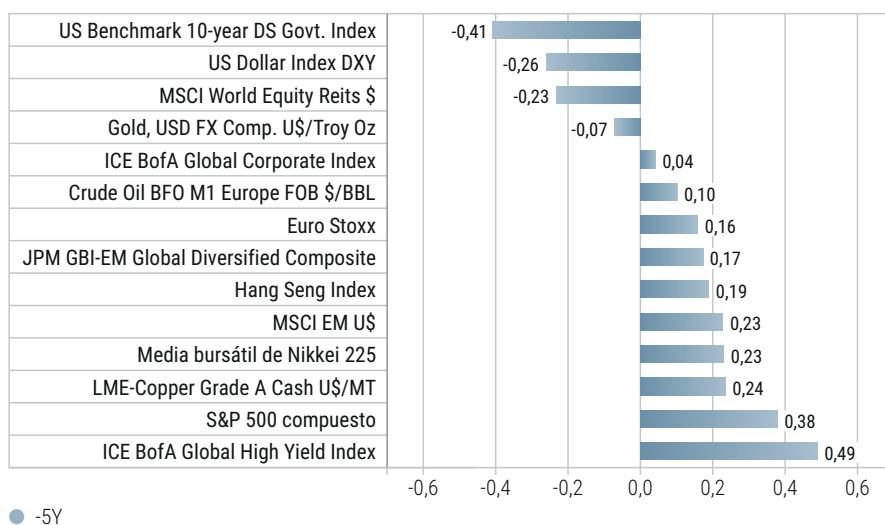


Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

Mostrar temple

A la luz de un repunte cíclico sincronizado, creemos que los metales industriales tienen margen para repuntar. Un indicador indirecto del crecimiento cíclico, el ratio cobre-oro, es débil frente al indicador de confianza del sector manufacturero del ISM. Por ello, la rentabilidad de los metales industriales podrían empezar a superar a la del oro una vez que el ciclo manufacturero global comience a mejorar. El oro aún tiene un recorrido alcista secular, ya que las inversiones en bienes de capital de la minería del oro no están extendidas en exceso y las preocupaciones sobre la independencia de la Fed y la inflación persistente pueden recrudecerse en 2026. Un número decepcionante de recortes de la Fed y un cambio sincronizado de la actividad real que alivie los temores de estanflación limitarán las subidas del oro en 2026. ●

Gráfico 22: Beta histórica de la rentabilidad a 1 año respecto a la variación a 1 año del índice ISM manufacturero



La rentabilidad anterior no es garantía de resultados futuros. El valor de sus inversiones puede fluctuar.
Fuente: LSEG Datastream y Robeco, 7 de noviembre de 2025.

5. Resumen

Riesgos de cola y desencadenantes: ¿qué podría desbaratar el repunte de 2026?

En primer lugar, el riesgo que se consideraba idiosincrásico podría convertirse en sistémico. Por ejemplo, las recientes quiebras en el sector automovilístico estadounidense se han considerado puntuales. Sin embargo, los datos de FRED muestran que las provisiones de pérdidas relativas a préstamos y arrendamientos de los bancos comerciales estadounidenses han aumentado de forma constante. En segundo lugar, tanto nuestra escenaria alcista como el bajista plantean retos para los activos de riesgo. El escenario alcista de una economía bajo una alta presión con sorpresas inflacionistas al alza no es tan benigna para los activos de riesgo como podría parecer.

Suponiendo que los mecanismos de seguridad institucionales de la Fed sigan existiendo, la tendencia de aumento del IPC subyacente de EE.UU. por encima del 3,75% volverá a hacer saltar las alarmas. Esto dará motivos a la Fed para valorar una subida en lugar de un recorte de tipos. Volver a calificar de «transitorio» un aumento sostenido del IPC subyacente podría no sentar bien en los mercados financieros. Nuestra escenaria bajista de una leve recesión en EE.UU. podría dar lugar a una venta de acciones de entre el 30 y el 40% si la historia se repite en parte. Existe una clara correlación negativa entre los niveles ex ante de CAPE y la magnitud de los máximos y mínimos del S&P 500 inducidos por recesiones en los últimos 125 años. Además, los mercados de renta variable tienden a tambalearse en torno a las elecciones estadounidenses de mitad de legislatura. Hay que tener cuidado con los riesgos de cola.

Tenga en cuenta que, debido al bloqueo del Gobierno estadounidense, los datos económicos oficiales de EE.UU. que podrían haber sido relevantes para evaluar las perspectivas para 2026 no se han podido analizar por no estar disponibles.

Mientras la música siga sonando

Los mercados financieros son procíclicos por naturaleza. Charles Prince, antiguo CEO de Citigroup, afirmó lo siguiente en 2007: «mientras suene la música, hay que levantarse y bailar». Ahora mismo, la música sigue sonando. Aunque la aparición del cambio sincronizado podría anunciar la transición a la fase final, no es (al igual que el acorde napolitano) el final de verdad. ●

Table 2: Seis riesgos principales de las perspectivas tácticas

#	Escenario	Growth	Inflación
1.	Recesión en EE.UU. si el mercado laboral experimenta un equilibrio en lugar de que la curva se doble hacia atrás	↓↓	↓
2.	Economía global sometida a una gran presión y Fed cautiva	↑	↑↑
3.	Implisión del ecosistema de la IA y desplome del oro: estallido en lugar de triunfo de la burbuja	↓	↓
4.	Incertidumbre comercial renovada (sentencias del Tribunal Supremo, ruptura del acuerdo entre EE.UU. y China)	↓↓	↑
5.	Invocación del artículo 5 por parte de un miembro europeo de la OTAN	↓	↑
6.	Possibilidad de que se produzcan eventos sistémicos procedentes de mercados privados (de crédito)	↓	↓

Fuente: Robeco, 7 de noviembre de 2025.

Table 3: Preferencias de cartera de Investment Solutions a 1 de noviembre de 2025

Clase de activos	General
Renta variable	Estados Unidos
	Europa
	Mercados emergentes
Renta fija	Government bonds - Estados Unidos
	Government bonds - Europa
	Government bonds - Mercados emergentes
	Corporate investment grade - Estados Unidos
	Corporate investment grade - Europa
	Corporate investment grade - Mercados emergentes
	High yield - Estados Unidos
	High yield - Europa
	High yield - Mercados emergentes
Materias primas	Oro
	Petróleo
Divisas	USD
	EUR
	YEN
	Local mercados emergentes

Fuente: Robeco, 1 de noviembre de 2025.

Información importante – Capital en riesgo

La presente información solo abarca datos generales sobre Robeco Holding B.V. y/o sus sociedades vinculadas, asociadas y filiales («Robeco»), así como la filosofía, estrategias y capacidades de Robeco. Este documento está dirigido únicamente a inversores profesionales, definidos como inversores que están clasificados como clientes profesionales, que han solicitado que se les trate como clientes profesionales o que están autorizados a recibir dicha información de conformidad con la legislación aplicable. Salvo que se indique otra cosa, los datos y la información facilitados proceden de Robeco, son, según el leal saber y entender de Robeco, exactos en el momento de su publicación y se ofrecen sin garantías de ningún tipo. Cualquier opinión expresada es únicamente la opinión de Robeco, no es una declaración de hechos, está sujeta a cambios y no constituye en modo alguno asesoramiento de inversión. Este documento se ha redactado con el único propósito de ofrecer una visión general de los criterios y las estrategias de Robeco. No sustituye a un folleto ni a ningún otro documento legal relativo a un instrumento

financiero específico. Los datos, la información y las opiniones aquí expuestos no constituyen una oferta, invitación o recomendación para realizar inversiones o desinversiones, ni una solicitud para comprar, vender, poseer o suscribir instrumentos financieros; bajo ninguna circunstancia se podrán interpretar como tales, ni como asesoramiento financiero, legal, fiscal o de análisis de inversiones, o como invitación para hacer otro uso de ellos. Todos los derechos relativos a la información que figura en este documento son y seguirán siendo en todo momento propiedad de Robeco. Está prohibido copiar o utilizar públicamente la presente información. Ninguna parte de este documento puede ser reproducida o publicada bajo ninguna forma ni por ningún medio sin el consentimiento previo por escrito de Robeco. Robeco Institutional Asset Management B.V. posee licencia como gestor de OICVM y FIA de la Autoridad Neerlandesa para los Mercados Financieros de Ámsterdam.

© T3/2025 Robeco



Visite la página web de Robeco
para obtener más información.