

Escenario 2026: esperamos crecimientos sólidos y, en general, un entorno favorable para la economía global. Los riesgos que más nos preocupan son la inflación en Estados Unidos, la débil situación fiscal en varias economías importantes y los “ambiciosos” niveles de valoración del equity americano.

Estados Unidos: el crecimiento económico en el presente ejercicio será, muy probablemente, superior al de 2025. Pero también es muy posible, en nuestra opinión, que la inflación tienda a repuntar durante la primera mitad del año que ahora comienza. Además de esto último, nos preocupan las “ambiciosas” valoraciones de la renta variable americana, las amenazas a la independencia de la FED por parte de Trump y la fragilidad de las finanzas públicas estadounidenses. A la vista de todo lo anterior, seguimos viendo con prevención la exposición a activos financieros en ese país.

Eurozona: pese a los enormes problemas en Francia, esperamos que, durante 2026, el Área euro crezca claramente más de lo que ha sido el caso durante la segunda mitad del año pasado. Como elemento positivo adicional, y en clara contraposición a lo que sucede en Estados Unidos, en Europa vemos muy pocos riesgos de inflación por el lado de la oferta. En términos de mercado, nos gusta la renta variable europea, no vemos razones para estar largos de duración y creemos que el euro podría revertir al menos parte de la apreciación vivida durante 2025 (aunque no necesariamente frente al dólar, según lo que haga Trump con la FED).

Asia ex Japón: creemos que 2026 será otra vez un año de sólida expansión económica, inflaciones bajo control y finanzas públicas razonablemente saneadas. Así pues, seguimos favoreciendo exposiciones a la renta variable de la región, con India quizás cogiendo el relevo de China como mercado con mejor comportamiento. También pensamos que hay varias divisas asiáticas con muy buenas perspectivas de cara al ejercicio que ahora comienza.

Japón: continuamos viendo más motivos de preocupación que de optimismo. Nos inquietan, en particular, tanto los síntomas de bajo crecimiento potencial del país como su enorme endeudamiento público (con una nueva primera ministra que, además, apuesta de forma clara por aumentar el déficit público).

Estados Unidos

En ausencia de nuevos shocks, creemos que el crecimiento económico en 2026 será superior al observado durante 2025, gracias a factores positivos de demanda como los siguientes: condiciones financieras más laxas (dólar más débil, tipos libres de riesgo más bajos, diferenciales de crédito más estrechos, tipos hipotecarios considerablemente más reducidos, menor prima de riesgo en renta variable...); política fiscal volviéndose sensiblemente expansiva; entorno de menor incertidumbre arancelaria; previsible continuidad de la inversión corporativa relacionada con la IA...

Gráfico 1
Tipo de cambio EURUSD



Fuente: elaboración propia

Al mismo tiempo, vemos bastante probable que la inflación subyacente pueda repuntar durante la primera mitad del presente ejercicio. Primero, porque los factores de demanda citados en el párrafo anterior no sólo servirán para impulsar el crecimiento, sino que también tenderán, por estar la economía americana en pleno empleo, a poner un límite a cuánto pueden moderar los precios. Segundo, porque también hay ciertos factores inflacionistas por el lado de oferta que pueden jugar un papel relevante durante este 2026. En concreto, creemos que existe una probabilidad elevada de que el traslado de aranceles a precios finales durante los próximos meses se vuelva claramente más intenso de lo que ha sido el caso hasta la fecha (en efecto, un entorno de demanda agregada resistente como el descrito más arriba crea el contexto adecuado para que las empresas puedan decidirse a subir precios sin temer una reacción demasiado negativa por parte de sus clientes). Además, también es muy posible que la expulsión de inmigrantes que está llevando a cabo la administración Trump genere presiones al alza por el lado de los salarios, sobre todo en sectores intensivos en mano de obra de cualificación media-baja.

Una demanda agregada previsiblemente sostenida y una inflación subyacente bastante por encima del objetivo del 2% y con tendencia a subir a corto plazo reducen casi a cero el margen de maniobra para que la FED pueda seguir bajando los tipos de interés sin arriesgarse a perder su credibilidad anti-inflacionista. En este sentido, hay que tener en cuenta que, incluso si Trump nombra a una persona inusitadamente “dócil” como sucesor de Powell, no es para nada descartable que una mayoría de miembros del FOMC (al menos mientras este comité mantenga su composición actual) se oponga a bajar tipos si eso es lo que resulta razonable hacer a la vista de la situación económica reinante.

A su vez, es previsible que una FED eventualmente menos dovish de lo que ahora descuenta el mercado pueda generar “volatilidad” en los activos financieros estadounidenses durante el presente ejercicio. En concreto, creemos que no es imposible que se puedan ver correcciones en una renta variable que ya de por sí presenta valoraciones muy ambiciosas. Y tampoco descartamos, en absoluto, que puedan aparecer presiones al alza en la curva de tipos (movimiento éste último que podría alcanzar aún más entidad si el mercado, en algún momento, volviera a mostrar preocupación por la débil situación presupuestaria del país y/o por lo que podría llegar a ser una pérdida de la credibilidad anti-inflacionista de la FED). Por lo que respecta al dólar, es muy posible que su devenir durante 2026 se vea muy influido por los mismos factores que podrían llegar a afectar a la curva de tipos estadounidense (en particular, cuanto mayor sea la

preocupación del mercado sobre las finanzas públicas estadounidenses y/o sobre la independencia de la FED, más débil tenderá a volverse el dólar).

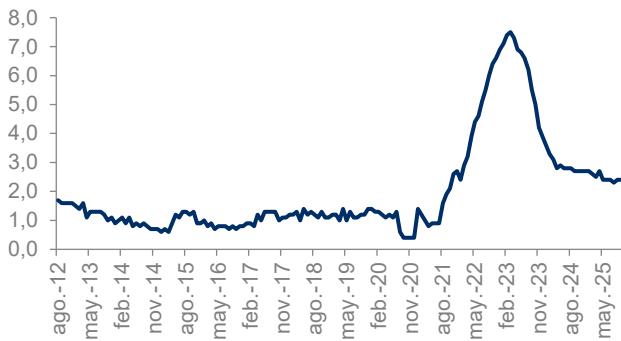
Por lo demás, tampoco conviene perder de vista que si, por cualquier motivo, se llegaran a ver caídas apreciables en la renta variable americana a lo largo del presente ejercicio, el efecto negativo de esas correcciones sobre la demanda agregada estadounidense podría ser superior al habitual. En efecto, no es para nada descartable que uno de los factores que más haya ayudado a sostener el consumo privado en Estados Unidos durante 2025 haya sido, precisamente, el muy significativo efecto riqueza creado por la enorme revalorización de la renta variable del país desde 2022. Siendo esto así, la conclusión lógica es que, si ese efecto riqueza se viera reducido en una cuantía sensible, eso podría generar un efecto moderador sobre el consumo privado claramente superior a lo habitual.

Eurozona

El crecimiento económico en el Área euro en 2026 debería repuntar de forma apreciable respecto de lo visto durante la segunda mitad del año pasado. ¿Por qué? Porque la política fiscal en Alemania se va a volver fuertemente expansiva; porque las condiciones financieras en nuestro continente son muy laxas; porque hay un claro margen de aceleración del consumo privado a poco que los consumidores europeos decidan reducir, siquiera sea de forma moderada, sus muy elevadas tasas de ahorro; porque la escasez de oferta de vivienda puede impulsar la actividad en el sector inmobiliario; porque la inversión relacionada con la implementación de la IA también podría repuntar durante este 2026; porque las presiones a la baja que esperamos en los precios tanto del crudo como el gas natural suponen una muy buena noticia para una región importadora neta de energía como es la Eurozona...

Como elemento positivo adicional, la ausencia de riesgos significativos de inflación por el lado de la oferta y el fuerte anclaje de las expectativas de precios por parte de consumidores y empresas europeas crean mucho margen de actuación para que el BCE pueda adaptar de forma flexible su política monetaria a la situación cíclica prevalente en cada momento. En concreto, si (en contra de nuestro escenario central) la actividad económica en la Eurozona se quedara “atascada” en tasas de crecimiento por debajo del potencial, es muy probable que eso diera lugar a una inflación claramente por debajo del objetivo del 2%, lo que, a su vez, permitiría al BCE llevar a cabo una política monetaria tan expansiva como fuera necesario.

Gráfico 2
Inflación subyacente en Eurozona



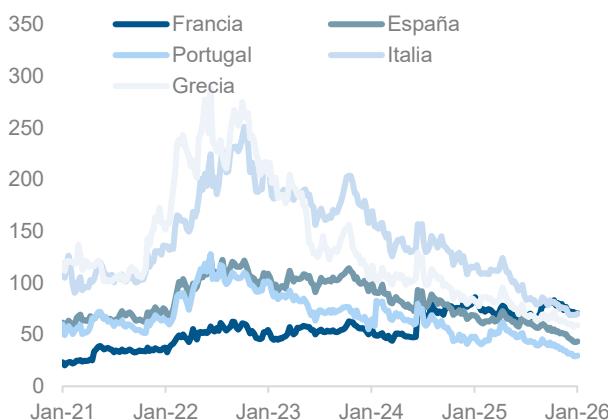
Fuente: elaboración propia

Nos encontramos, pues, ante un contexto favorable para los activos de riesgo europeos. En particular, la renta variable debería beneficiarse de los vientos de cola macro a los que se acaba de hacer referencia en los dos párrafos anteriores, en un contexto en el que las valoraciones a nivel de índice son todavía razonables y en el que, además, la fuerte dispersión de valoraciones está creando oportunidades significativas de generación de alfa desde una perspectiva bottom up. En sentido contrario, con el crecimiento económico probablemente flexionando al alza y con los tipos reales de partida en niveles muy reducidos, vemos más

riesgos al alza que a la baja para los tipos de interés a largo plazo en la Eurozona; y, en cuanto al euro, creemos que éste podría perder parte del terreno ganado durante el ejercicio pasado, al menos frente a un grupo de divisas que, en nuestra opinión, presentan fundamentos muy favorables de cara a este 2026 (AUD, NZD, SEK, INR...).

Por el lado de los riesgos, lo que más nos sigue preocupando es la extraordinariamente frágil situación política y presupuestaria en Francia. Sin embargo, no creemos que los problemas de este país constituyan una razón suficiente para empañar nuestra visión positiva sobre el conjunto del Área euro, sobre todo porque, actualmente, el caso francés es mucho más la excepción que la regla en el conjunto de nuestro continente. En efecto, con carácter general, las finanzas públicas de los países europeos tradicionalmente considerados como “sospechosos habituales” en materia presupuestaria gozan hoy de un estado de salud bastante razonable, sobre todo cuando se las compara con las de nuestro país vecino.

Gráfico 3
Spreads de deuda gobiernos vs Alemania



Fuente: elaboración

Fuera de la Eurozona, vemos perspectivas de crecimiento especialmente favorables para Suecia, creemos que Noruega seguirá mostrando solidez y pensamos, también, que el Reino Unido podría tender a mostrar signos de cierta mejora (en el caso de este último país, el hecho de que el gobierno laborista haya conseguido diseñar un presupuesto razonablemente creíble para este 2026 constituye, en nuestra opinión, una muy buena noticia, que podría traducirse, siempre que los signos de inestabilidad política se mantengan bajo control, en una reducción sensible de la prima de riesgo que ha venido afectando a los activos británicos, incluida la libra).

Asia ex Japón

2026 va a volver a ser, muy probablemente, un año positivo para Asia ex Japón, con crecimientos económicos muy sólidos, inflaciones claramente bajo control, bancos centrales creíbles y situaciones presupuestarias, en general, saneadas.

Quizás, la principal novedad que vemos para esta región durante el ejercicio que ahora comienza es que India podría tomar el relevo de China como mercado con mejor comportamiento, algo que, en nuestra opinión, se explicará sobre todo por méritos del primero de esos dos países y no tanto porque estemos esperando, en absoluto, un deterioro preocupante en el segundo.

Y es que son varios los vientos de cola que podrían beneficiar a India durante este año: el crecimiento económico se viene mostrando muy dinámico, con una demanda interna que se mantiene sólida y un sistema bancario bien capitalizado; el país disfruta de un clima bastante enviable de estabilidad política, que está siendo además aprovechado por el gobierno Modi para volver a pisar el acelerador en el campo de las reformas estructurales; la inflación india se sitúa hoy muy por debajo del objetivo del banco central, lo cual genera mucho margen de actuación por el lado de la política monetaria si eso llegara a ser necesario; es

previsible, además, que, durante los próximos 6-12 meses, los precios energéticos tiendan a mantenerse bajo control (o incluso que muestren caídas), con lo que eso supone de noticia positiva para India, en cuanto que país importador neto de energía; existe una probabilidad razonablemente elevada de que, a no mucho tardar, el país pueda llegar a un acuerdo comercial con Estados Unidos, lo que permitirá una rebaja muy sustancial de los aranceles que ahora soporta el país...

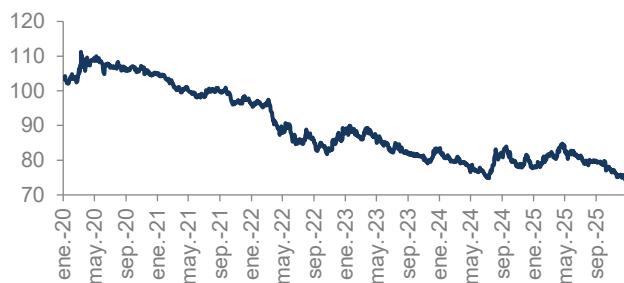
Japón

Las perspectivas de crecimiento para 2026 en Japón son relativamente favorables: política fiscal expansiva; tipos reales claramente negativos; yen débil; niveles muy reducidos de desempleo, que pueden ayudar a sostener un cierto dinamismo salarial...

Sin embargo, hay cosas de la economía japonesa que nos siguen sin gustar. Por un lado, nos preocupa mucho el fortísimo nivel de endeudamiento público del país. Por otro lado, continuamos viendo claros síntomas de que el crecimiento potencial sigue siendo muy bajo. Y, desde un punto de vista de más corto plazo, también nos inquietan un tanto los signos de tensión política con China.

En general, tenemos serias dudas de que Japón pueda consolidar a medio plazo tasas apreciables de crecimiento del PIB nominal, si no es a base de estímulos fiscales cada vez más insostenibles, de tipos reales permanentemente negativos (necesarios para que el coste financiación de la deuda pública no se vuelva inasumiblemente alto) y de una depreciación continuada del yen.

Gráfico 4
Tipo de cambio efectivo nominal Japón



Fuente: elaboración propia
