

"There are only two kinds of people in the world: those who divide the world into two kinds of people, and those who don't."

– Robert Benchley –

Cerramos 2025 polarizados entre dos escuelas de pensamiento: por un lado, los *perma-bears* que defienden que estamos ante un cataclismo inminente y se obsesionan con analogías de crisis pasadas alertando de una burbuja épica. En el otro lado, tenemos a los *perma-bulls*, que defienden sin medida cada nueva narrativa relacionada con IA, Bitcoin, computación cuántica o lo que sea que toque ese trimestre.

A los primeros les diríamos que el pesimismo garantiza un mal resultado, porque asumir riesgos no es una imprudencia sino una respuesta racional a un mercado que lleva todo al límite. También es verdad que los perma-bears suelen ser “tertulianos” sin poco o nada en juego más allá de vender su libro o seguir siendo tertuliano. Mucho crítico taurino y poco torero... A los segundos les diríamos que, como apuntaba George Soros, aunque se haya ganado varias veces a la ruleta rusa la sensación de control es estúpida, porque es una cuestión estadística que te acabes pegando un tiro.

Estas dos escuelas de pensamiento polarizado contagian a los mercados financieros y todo es a base de vaivenes y espasmos extremos.

Por ejemplo: el consenso empezó el año volcado con EE.UU. como única opción, pero tras el shock teatral de los aranceles de Trump, todos corrían a rebajar estimaciones y desdecirse sobre la excepcionalidad americana ante lo que era uno de los peores comienzos de año de la historia del S&P500 (-17% el 4 de abril). Desde entonces, se ha producido una recuperación antológica para acabar más de un 17,8% arriba¹.

Otro caso de posicionamiento extremo es la estimación del consenso sobre Europa que ha resultado ser como escupir hacia arriba: en los primeros meses del año se suponía que invertir en Europa era de tontos, pero tras el anuncio sorpresa de expansión fiscal de Friedrich Merz en marzo, se repartieron codazos por comprar un mercado que estaba muy barato y que finalmente ha terminado subiendo un 20%².

Pero, para bandazos y patinada antológica del consenso, la etiqueta que se le puso a China de “no-invertible” y que ha terminado no solo siendo el mejor mercado de todos con un 32%³, sino que ahora son muchos los que piensan que el liderazgo de China en el mundo es incuestionable.



¹ El retorno del 17,8% incluye dividendos. El retorno sin incluir dividendos del S&P500 ha sido del 16,3%.

² Retorno del Stoxx600 Europe Index incluyendo dividendos.

³ Comportamiento en 2025 del Hang Seng Index del 32% y el Shanghai Shenzhen 300 Index de 21%, ambos incluyendo dividendos.

En paralelo a estos vaivenes tendríamos las sorpresas del año, también muy de extremos, donde encontramos activos que han pasado de héroe a villano en cuestión de segundos, como por ejemplo el dólar (-9,3%), el bitcoin (-6,4%) o el petróleo (-15,7%)⁴. O al revés, de villano a héroe como el euro, que cierra el segundo año más fuerte de los últimos 20 y que ha supuesto el mayor lastre para inversores globales con base euro.

Por último, ha sido un año de concentración en donde unos pocos activos o tendencias sostienen el resto del mercado: inteligencia artificial (IA), bancos, defensa europea, consumo en forma de K etc.

Polarización, vaivenes y concentración han jaleado las dos escuelas de pensamiento y dado forma a un 2025 que ha resultado ser muy positivo⁵.



En estos tiempos situarte entre estas dos escuelas de pensamiento no es *trending topic*. A pesar de ello, nosotros estamos justo en medio: estructuralmente positivos, pero conscientes de que existen excesos a corto

plazo que deben corregirse. Nuestro optimismo de fondo es el mismo que, a nuestro juicio, explica también el buen comportamiento del último año; un año tan positivo como histriónico por tres razones:

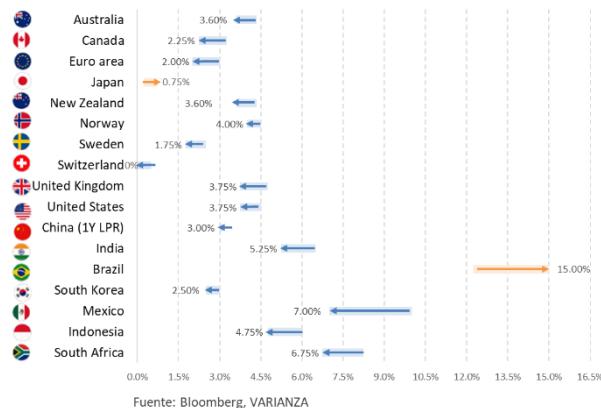
1. Los extraordinarios estímulos fiscales y monetarios globales, y la expectativa de que sean aún mayores, no tienen precedente y a nadie parece importarle la ortodoxia macroeconómica. Por ejemplo, EE.UU. debería acabar este año y el próximo con un crecimiento de PIB del 2,5%, con una tasa de desempleo prácticamente en mínimos del 4,3%, inflación del 3% y, sin embargo, incurre en un déficit mayor al 6% cada año durante los próximos tres. Europa, a trompicones, está en un proceso de implementar uno de los mayores estímulos fiscales y China, a pesar del récord histórico de superávit comercial de \$100B mensuales y un 5% de crecimiento de PIB, lleva anunciando medidas de apoyo al consumo doméstico un año. Es una carrera por no quedarse atrás. Es decir, lo que parece el *FOMO* de los gobiernos más grande de la historia.

Los banqueros centrales no desentonan porque, a pesar de las circunstancias, han bajado tipos 14 de los aproximadamente 17 bancos centrales serios que hay en el mundo. Solo Brasil y Japón los han subido.

⁴ US Dollar Index (DXY Index); Bloomberg Bitcoin Index; Crude Oil Dated Brent FOB NEW.

⁵ Durante el cuarto trimestre la renta variable global subió un 3,4% (ytd 22,9%), en EE. UU. un 2,3% (ytd 16,4%) y en Europa un 6,1% (ytd 16,7%) para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 EUR respectivamente. Por el lado de la renta fija subieron los bonos soberanos en USD un 0,9% (ytd 6,3%), un 0,3 en EUR (ytd 0,6%) y en Renminbi un 0,7% (ytd 0,9%). En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. subieron un 0,8% (ytd 7,8%) y en Europa un 0,3% (ytd 3%). El High Yield ganó en EE. UU. un 1,3% (ytd 8,6%) y en Europa 0,6% (ytd 5,2%). Y finalmente, los bonos emergentes soberanos subieron un 3,6% (ytd 13,1%) y los emergentes corporativos en dólares un 0,9% (ytd 8,1%) para BB US Treasury Index, BB EUR-Aggregate Treasury Index, BB China Govt TR Index, BB Barclays US Corp TR, BB Barclays Euro Aggregate Corp TR Index, BB Barclays Corp High Yield TR Index, BB Barclays Pan-European high yield TR Index, BB Barclays Emerging Markets Sovereign TR Index y BB Barclays Emerging Markets USD Aggregate Corp Index respectivamente.

Tipos de interés en 2025 de los principales bancos centrales



2. Un contundente y acelerado proceso de **capex** en IA. En este apartado una vez más, el **FOMO** se impone:

- La IA es un mercado de rendimientos crecientes: quien lidera aprende más rápido y acaba concentrando la mayor parte del valor. Quedarse unos trimestres atrás te expulsa del mercado.
- La adopción está siendo muy rápida, incluso más que la de internet.
- Para las grandes tecnológicas es un proceso existencial: llegar tarde puede implicar no alcanzar nunca al líder.
- La IA ha reducido las barreras de entrada, facilitando la irrupción de pequeños competidores; las grandes necesitan reconstruirlas a escala masiva.
- No invertir en infraestructura propia implica dependencia estratégica.
- La inversión permite crear nuevos negocios más productivos, capturar el próximo ciclo de crecimiento y construir ecosistemas que reduzcan costes futuros.
- Quien lidera hoy influye en la regulación de mañana.

Como [defendía recientemente Jensen Huang](#), el ecosistema de la IA se articula en cinco capas igualmente críticas: energía, procesadores, infraestructura, modelos y aplicaciones. Todas ellas son intensivas en capital. La presencia de cuellos de botella en cada una hace que la inversión masiva y los acuerdos estratégicos no sean opcionales, sino una condición necesaria para competir.



3. Los inversores y consumidores americanos están eufóricos, en línea con los máximos históricos de sus principales fuentes de riqueza, que son los mercados financieros y el inmobiliario. Aunque el consumo presenta un patrón en forma de K, donde unos están sufriendo para mantener la cabeza a flote y otros están mejor que nunca, son estos últimos los que sostienen el crecimiento agregado de la economía. Además, son inversores que han cambiado su patrón de comportamiento: compran en las caídas y actúan como soporte del mercado. Nunca el inversor minorista había tenido tanta presencia ni tanta capacidad de influencia en los mercados.

Desde nuestro punto de vista, estas tres variables no son una moda pasajera, sino que

por su complejidad y forma en la que se han interiorizado, están aquí para quedarse.

Dicho esto, hay algunos activos con un exceso de euforia. Algo así como que, dado el contexto, todo vale. En nuestro [último trimestral](#) poníamos como ejemplo Nvidia como una compañía con una valoración demasiado exigente, pero donde al menos el crecimiento de beneficios acompaña a la cotización en contra de otras, como Palantir, en donde la expansión de múltiplo creemos que es insostenible.

Creemos aquello de que las valoraciones deben estar respaldadas por la generación de beneficios y caja, y que, a largo plazo, la gestión del riesgo y la diversificación terminan imponiéndose, por atractivas que parezcan en el corto plazo la concentración y la especulación. De hecho, la concentración está muy bien cuando los activos suben y hay optimismo, pero opera en los dos sentidos y, cuando llega la corrección, no tiene la misma gracia. Las caídas pueden llegar de forma gradual o súbitamente por un shock exógeno, pero el mensaje es claro: en el largo plazo, disciplina y diversificación compensan.

2026 que podrían precipitar una corrección más o menos severa:

1. Repunte inesperado de la inflación. Defendemos que la inflación debería estabilizarse entorno al 3% y que, aunque por encima del objetivo del 2%, es un nivel con el que se puede convivir. Un repunte mayor e inesperado iría en contra del consenso y abriría la puerta a especular sobre si los bancos centrales deberían subir los tipos de interés. Hasta ahora, el debate de si se bajan más o menos veces los tipos no ha tenido efecto en mercados; plantearse subidas de tipos sería algo muy distinto.

Hay varios factores en el radar de los inversores que podrían presionar al alza la inflación, como el impacto en diferido de los aranceles a partir del segundo trimestre de 2026 o la depreciación del dólar (que encarece las importaciones estadounidenses). Pero hay otros riesgos latentes, como un repunte del precio del petróleo o una apreciación de las divisas asiáticas (sobre todo del yuan o el yen), que están en niveles obscenos de infravaloración y podrían añadir presión inflacionista.



Dentro de los posibles catalizadores para una corrección, vemos tres eventos clave para



2. Parón súbito en el proceso de inversión en IA. Dada la magnitud y complejidad del despliegue, no esperamos un desarrollo lineal. En el camino habrá pausas y dudas. Dentro de las cinco capas que mencionábamos al inicio que conforman el ecosistema de la IA (energía, procesadores, infraestructura, modelos y aplicaciones) hay múltiples cuellos de botella que limitan la velocidad de ejecución. También es posible que, en determinados momentos, la monetización o las ganancias de productividad no sean tan rápidas ni evidentes como se pretende. Retrasos y parones que son normales en un proceso estructural, pero que provocarían correcciones si los activos están cotizando la perfección.

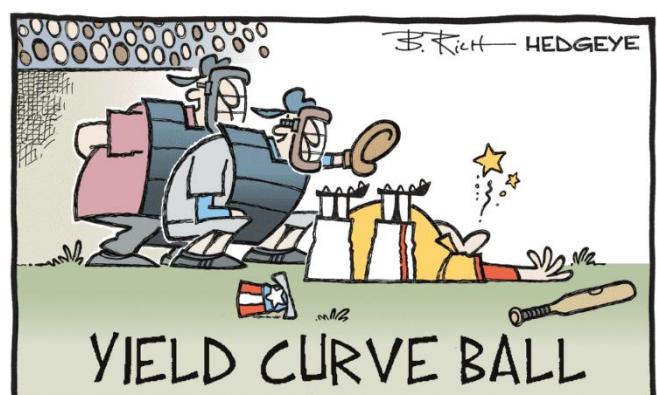
3. Un repunte del desempleo que derive en una caída del consumo y, como consecuencia, en una desaceleración o incluso, si se combina con alta inflación y tipos más altos (riesgo 1), en una recesión. En todo este contexto de aceleración económica, liquidez y optimismo, existe una contradicción. Un único fleco suelto por explicar y es el repunte del desempleo.

De hecho, la [Regla de Sahm](#), una teoría asentada y seguida, no está funcionando: defiende que cuando la tasa de paro de EE. UU. aumenta al menos un 0,5% respecto a su mínimo de los últimos 12 meses, la economía ya está en recesión o a punto de entrar en ella. Quizás detrás de esta regla está la explicación a las bajadas de tipos

“preventivas” de la FED, porque la tasa de desempleo ha pasado del mínimo del 3,5% en 2023 al actual 4,3%. Lo mismo este comportamiento es normal dentro de la paradoja que trae adherida la IA en donde conseguimos más crecimiento y productividad a costa de prescindir del empleo.

En cualquier caso, creemos que existe el riesgo de que un repunte del desempleo desemboque en problemas de consumo generalizados que esta economía en forma de K no fuera capaz de compensar.

Finalmente, el último riesgo sería un cajón de sastre donde entraría todo aquello que no tiene sentido incorporar en la gestión dado que no es previsible: desde un choque directo entre la OTAN y Rusia, como un caos en la intervención de Venezuela o, incluso, cuestiones de mercado como el descontrol de alguna curva de tipos de interés; como por ejemplo la japonesa, que va metiendo miedo gradualmente con un 30 años en máximos al 3,3%. Todos ellos son riesgos con los que se convive y a los que no es recomendable anticiparse, sino más bien adaptarse si llega el momento.



Para concluir, para este 2026 estamos positivos en renta variable, sobre todo en Europa, China y su entorno emergente. Más cautos con EE.UU. por un potencial ajuste que debería ordenar los excesos.

En renta fija corporativa pensamos que el riesgo de ampliación de diferenciales de forma abrupta es bajo; no vemos riesgo de empeoramiento del crédito. Seguimos creyendo que un repunte de diferenciales entraría dentro del comportamiento normal de mercado. En renta fija emergentes estamos también positivos, y en divisa local asiática todavía más.

En gobiernos nos mantenemos anclados a nuestra idea de que todavía no compensa tener duración. Los tipos de interés a largo plazo deberían reflejar el riesgo real de una inflación estructuralmente más alta y unos endeudamientos soberanos altos respecto a la media histórica.

De hecho, no terminamos de entender bien cómo no repunta más el *yield* de largo plazo en EE.UU. cuando parece evidente que estamos pasando de un mundo deflacionario a uno “reinflacionario”, con la estimación del *terminal rate* repuntando y el endeudamiento americano volando como un globo suelto.

En definitiva, estimamos que sea un buen año y esperamos que la polarización creciente de las escuelas de pensamiento radical, nos permitan ver la luz que siempre hay al final del túnel.

Feliz año a todos.

Pelayo Gil-Turner Smith