

*"A ship in harbor is safe, but that is not what ships are built for."*

– John A. Shedd –

Existe una analogía, tan popular como cursi, según la cual el parabrisas es mayor que el retrovisor porque el futuro importa más que el pasado. Pues bien, durante el primer semestre, y en cuestión de días, la intervención en Venezuela, las amenazas sobre Groenlandia, la guerra con Irán, el petróleo disparándose, el lío jurídico por la anulación de los aranceles, la presión política sobre la FED, la subida de la inflación, el *re-pricing* de las expectativas de tipos de interés.... han pasado a ser "eventos de retrovisor". Como decía el gran George Soros, el dinero se gana descontando lo obvio y apostando por lo inesperado.

Han sido unos meses difíciles, volátiles y con movimientos que a más de uno le han hecho levantar una ceja: como el oro y la plata con caídas desde máximos del 30% y 53% respectivamente. El olvidado Bitcoin cayendo en el año un 35%, o el dólar cerrando a 1,14 cuando en enero todo el mundo apuntaba al 1,25. Todo al revés de como anticipaba el consenso. Tampoco se ha visto venir el rebote en el trimestre del S&P500 del 14,9%, del Nikkei225 del 37% o del Kospi coreano con un histórico 68%.

Hay cosas sin embargo que no cambian y se veían venir, como la dimisión de Keith Starmer como primer ministro de Reino Unido, convirtiéndose en el séptimo cadáver de los últimos diez años. Que pase el siguiente...



El mercado ha demostrado ser una trituradora de descontar eventos. De ahí que no pocos inversores racionales, empeñados en invertir mirando por el retrovisor, se hayan perdido un trimestre histórico<sup>1</sup>.



<sup>1</sup> Durante el segundo trimestre la renta variable global subió un 15,1%, en EE. UU. un 14,9% y en Europa un 10% para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 EUR respectivamente. Por el lado de la renta fija subieron los bonos soberanos en USD un 0,3%, un 1,9% en EUR y en Renminbi subieron un 1,1%. En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. subieron un 1,4% y en Europa un 2,3%. El High Yield ganó en EE. UU. un 2,5% y en Europa 3,4%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos subieron un 4,2% y los emergentes corporativos en dólares un 2,6% 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.

Con todo lo anterior, muchos se preguntan en qué se está fijando el mercado como para justificar subidas a prácticamente máximos históricos ¿estamos en una burbuja?

La repuesta corta es que creemos que no estamos en una burbuja. Al menos, todavía. La larga es que sí hay algunos nichos de mercado descontrolados y que no todo vale. Por ejemplo, compañías como ARM a 160x PER 12 meses, Tesla a 223x o Lumentum a 98x. Se complica aún más porque hay empresas que, habiendo subido en el año casi un 300%, no parecen caras por el extraordinario incremento de beneficios ligado a la IA, [como los fabricantes de chips de memorias Micron o SK Hynix](#) que están a 14x y 8x respectivamente.

En el lado contrario, hay segmentos del mercado, como el software, que han sido castigados en exceso. Compañías como Accenture o Salesforce acumulan caídas superiores al 50% desde máximos y cotizan a múltiplos que parecen de derribo (PER de 9,2x y 11,6x, respectivamente).



No es sencillo y por eso nos alejamos de los discursos que se empeñan en establecer paralelismos simples con burbujas pasadas como la de las puntocom. ¡Ojalá fuera tan

fácil! Este mercado, a diferencia del año 2000, se asienta sobre flujos de caja real, negocios que generan beneficios, balances que no están apalancados, un *capex* gigantesco y tangible y [valoraciones más contenidas](#) (Nasdaq a un PER de 27x ahora frente a 48x de entonces).

Desde nuestro punto de vista, la realidad es que el mercado descansa sobre un pilar tan sencillo como sólido: [los beneficios empresariales](#). A principios de año, el consenso estimaba para 2026 un crecimiento de beneficios del S&P500 de +14,7%. Hoy se estima que sea del +23,7%. Algo histórico y un ritmo de crecimiento pocas veces visto, especialmente teniendo en cuenta que venimos de un año sin recesión. En el caso europeo, aunque más contenido, ha pasado de esperarse un 14,9% de crecimiento a un 20%. Y los países emergentes están ya en una estimación de +53% (sobre todo por la influencia asiática).

En nuestras reuniones con clientes, cuando analizábamos las perspectivas para 2026, defendíamos una visión positiva para la renta variable basada en una expectativa de beneficios con buena pinta. [Esperábamos que la rentabilidad del mercado viniera del crecimiento de esos beneficios \(con posibilidad incluso de revisiones al alza\) y no de una nueva expansión de múltiplo \(como fue en 2025\).](#) Lo que no esperábamos era que sucediera con tanta intensidad y en tan poco tiempo. Y aquí surge una curiosidad: pese a que el mercado americano sube en el año más del 9%, el PER ha pasado de 25,5x en enero a 21,8x actualmente. Es decir, el mercado ha subido y, aun así, está más barato.

En esas mismas reuniones defendíamos nuestra visión positiva apoyada en tres variables claves: unos estímulos fiscales y monetarios extraordinarios, la carrera inversora en IA y la euforia del consumidor-inversor americano.

Estas tres palancas de crecimiento están operando a pleno pulmón y no vemos por ahora fisuras que nos haga replegar velas.



En paralelo, identificábamos tres riesgos a vigilar durante el año: la inflación, el desempleo y una posible desaceleración brusca del despliegue de la IA.

El riesgo relacionado con el incremento del desempleo, que no éramos capaces de explicar a final del año pasado, se ha disipado tras los sólidos [datos de creación de empleo del primer semestre](#). Al mismo tiempo, el despliegue de la IA no solo no se ralentiza sino que se acelera: la inversión prevista para 2026 ha pasado de \$650b a casi \$900B. Aunque sabemos que no será un proceso lineal, que surgirán episodios de volatilidad y que terminará como un proceso de sobreinversión, seguimos creyendo que

apenas estamos al inicio del despliegue de la IA.

Esto nos deja con el más importante de los riesgos a vigilar y que, aunque controlado por ahora, seguimos de cerca porque es lo único que nos haría replantearnos nuestra tesis positiva: la inflación.

[Esta se ha ido al 4,2% en EE. UU.](#) y en Europa al 3,2% como consecuencia del repunte de la energía por la guerra de Irán. Hasta aquí todo explicable y, aparentemente, temporal. Buceando en los datos se ve que hay otros componentes que siguen con tracción, como vivienda, algunos servicios y bienes afectados por los aranceles. De hecho, la inflación subyacente (que elimina precios volátiles de energía y alimentos), se ha dado la vuelta y sigue alta en niveles del 2,9% cuando la media de los 20 años previos a la pandemia fue del 2%.

Un pequeño inciso: durante la guerra de Irán, los bancos centrales evitaron reaccionar precipitadamente ante un *shock* que podía resultar temporal. Prefirieron ir por detrás de la curva a subir los tipos y verse obligados a revertir la decisión pocos días después si el fin de la guerra desplomaba el precio del petróleo. Todos, menos nuestra querida Christine Lagarde, con una subida innecesaria el 11 de junio hasta el 2,25%. Cuatro días después se anunciaba un principio de acuerdo para el fin de la guerra. ¡Bien Lagarde! Homenaje gratuito a Jean-Claude Trichet<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Jean-Claude Trichet, segundo presidente del BCE, pasó a la historia por lo que muchos bautizaron como "marcarse un Trichet": subir los tipos de interés en julio de 2008, en plena crisis financiera y pese a las numerosas advertencias. Apenas ocho meses después tuvo que hacer un *backpedaling* histórico, recortando el tipo de depósito cinco veces, del 3,25% al 0,25%.

Corramos un tupido velo... al margen de la guerra de Irán, desde el inicio defendíamos que esperábamos tipos más altos durante más tiempo. Que la inflación iba a estar más elevada y no consideramos justificada la agresiva expectativa de bajadas que descontaba el mercado, especialmente en un contexto de crecimiento económico sólido, desempleo en mínimos y beneficios empresariales al alza.

Apareció [Kevin Warsh en su primera reunión al frente de la Fed](#), en sustitución de un apaleado Powell. Lanzó un mensaje claramente *hawkish*, dejando claro que devolver la inflación al 2% era una prioridad irrenunciable. Nada de hablar de una inflación media del 2% o en torno al 2%. Cuando se entere Trump de lo que ha dicho...



Ello provocó una apreciación de las expectativas de tipos de interés: a comienzos de año el mercado descontaba cuatro bajadas de tipos; tras la intervención de Warsh, ahora descuenta una subida. A pesar de los nervios del mercado con este *repricing*, y las caídas de finales de junio que ha provocado, no creemos que sea suficiente para precipitar una corrección generalizada. Creemos que todo apunta a un escenario de

tipos más altos durante más tiempo y que, aunque al mercado le cueste asumirlo, terminará por convivir con él.

De ahí la importancia de la inflación. Si no repunta adicionalmente, no deberíamos tener sustos. Y aunque que estemos por encima del 2%, consideramos que son niveles que se pueden sobrellevar.

Lo que no tiene sentido, y hay que vigilar, es que con el crecimiento de beneficios histórico como el actual y la economía con visos de acelerar, un banquero central eche gasolina a la hoguera con bajadas de tipos por mandato imperial de Trump. Vamos, que tiene pinta que estamos ante un "[inflation boom](#)" de libro...



Mantenemos elevada nuestra posición en renta variable. Sin embargo, en carteras de fondos, estamos a punto de reducir la sobreponderación que tenemos desde el verano de 2024 en emergentes asiáticos para subir algo en Estados Unidos y mercados frontera. Desde entonces, nuestro fondo de emergentes ha subido un 25% más que el S&P500<sup>3</sup>. En inversión directa, estamos también reduciendo algo de peso en compañías muy beneficiadas por el *capex* en

<sup>3</sup> El fondo Schroder ISF Asian Opportunities (ISIN. LU0248183658) desde el 1 de julio de 2024 ha subido un 65% frente al 40% del S&P500.

IA, y que han llegado rápidamente a nuestros precios objetivos (como Nebius, Corning, TSM o ASML) y planteándonos la entrada en compañías de software y otras oportunidades que se han quedado atrás.

Igualmente, llevamos meses defendiendo que reduciríamos estructuralmente nuestra exposición al USD cuando volviéramos a nuestro rango objetivo de 1,10 – 1,15. En los próximos días, si nos da oportunidad el mercado, reduciremos ligeramente nuestra exposición.

Seguimos sin incrementar duraciones de forma generalizada, pero gradualmente nos acercamos a niveles, sobre todo en USD más que en EUR, donde creemos que empezaría a tener sentido.

Ánimo con el trimestre, y buen verano a todos.

Pelayo Gil-Turner Smith