

# Perspectiva

---

Gestión patrimonial

## Resiliencia de EE. UU. Resiliente

---



La grandeza de Estados Unidos no reside en ser más ilustrado que cualquier otra nación, sino más bien en su capacidad para reparar sus defectos.

– Alexis de Tocqueville



Sharmin Mossavar-Rahmani  
Director de Inversiones



Brett Nelson  
Jefe de Activos Tácticos  
Asignación

Los coautores agradecen especialmente a:



Matheus Dibo  
Director general



Matthew Weir  
Director general



Nicola Gifford  
vicepresidente



Oussama Fatri  
Director general



Zebregs dañinos  
Director general



Kelly Han  
vicepresidente

Contribuyentes adicionales de la  
Grupo de Estrategia de Inversión:

Venkatesh Balasubramanian  
Director general

Michael Murdoch  
Director general

Olivia Xia  
Director general

Anaïs Boussie  
vicepresidente

Peter Foley  
vicepresidente

James Gilbert  
vicepresidente

Fabián Mertes  
vicepresidente

George Milton  
vicepresidente

Jan Niessen  
vicepresidente

Howard Spector  
vicepresidente

Mayra Vialette  
vicepresidente

Eziz Jumayev  
Asociado

Grant Nelson  
Asociado

Francesca Yao  
Analista

## Estimados clientes,

La preeminencia estadounidense y la permanencia en la inversión han sido los dos temas de inversión clave del Grupo de Estrategia de Inversión desde el punto más bajo de la crisis financiera mundial (GFC) en 2009.

Nuestras recomendaciones de larga data de sobreponderar la renta variable estadounidense y mantener la inversión, a pesar de las turbulencias periódicas, han sido muy útiles para nuestros clientes durante los últimos 16 años. Una cartera de riesgo moderado de Investment Strategy Group (ISG), diseñada para inversores sujetos a impuestos, y una cartera similar diseñada para inversores exentos de impuestos, obtuvieron cada una una rentabilidad anualizada de aproximadamente el 9 %, o aproximadamente un 340 % acumulado, entre marzo de 2009 y finales de 2025. En 2025, la rentabilidad fue sorprendentemente sólida, del 14 %, tanto para las carteras de riesgo moderado sujetas a impuestos como para las exentas de impuestos.<sup>1</sup>

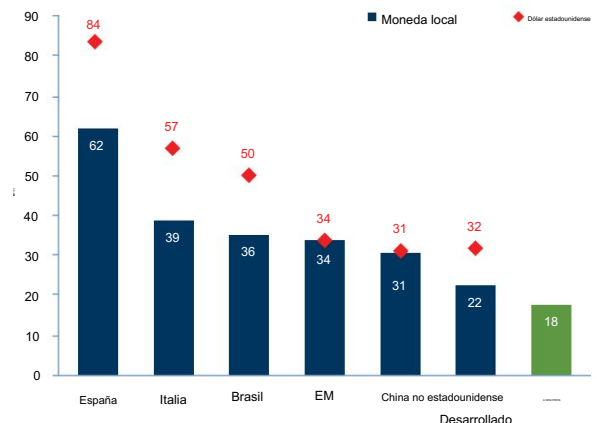
A pesar de ese sólido historial, los clientes (y también algunos colegas) ahora se preguntan si es momento de reducir la exposición a las acciones estadounidenses en favor de otros mercados desarrollados y emergentes, y al mismo tiempo adoptar un enfoque más activo para entrar y salir de acciones estadounidenses.

Sus preocupaciones surgieron tras el tumulto generalizado del mercado en 2025 provocado por:

- Las guerras arancelarias del Día de la Liberación dirigidas a aliados y adversarios de Estados Unidos por igual, con expertos que establecen paralelismos entre los aranceles de la administración Trump y la Ley Arancelaria Smoot-Hawley de 1930 que exacerbó la Gran Depresión. • El tercer déficit presupuestario más grande del último 40 años (excluyendo la crisis financiera mundial y la pandemia de COVID) y expectativas de un déficit aún mayor en 2026, lo que lleva a un aumento notable en la trayectoria de la deuda estadounidense como porcentaje de PIB (deuda/PIB) • El cierre gubernamental más largo en la historia de EE. UU., de 42 días, en comparación con el cierre promedio de tres días
- El rendimiento superior de entidades financieras seleccionadas mercados fuera de los EE. UU. en relación con los EE. UU., con países como España, Italia, Brasil y China que superaron el rendimiento total del S&P 500 del 18 % en unos enormes 44, 21, 18 y 13 puntos porcentuales, respectivamente (ver Gráfico 1)

Gráfico 1: Rendimiento total del capital en 2025

Varios mercados de valores desarrollados y emergentes no estadounidenses superaron al de Estados Unidos en 2025.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: Rendimientos basados en: EE. UU.: S&P 500 (USD), países desarrollados no EE. UU.: MSCI EAFE (local), España: MSCI España (EUR), Italia: MSCI Italia (EUR), EM: MSCI EM (USD); China: MSCI China (HKD); y Brasil: MSCI Brasil (BRL).

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

- Una caída del 9% en el dólar estadounidense, medido por el DXY (un índice del dólar estadounidense que mide el valor del dólar), dólar frente a una canasta de monedas de los principales mercados desarrollados), una apreciación del 65% del oro frente al dólar estadounidense y la amenaza percibida al estatus de reserva del dólar estadounidense • Las crecientes tensiones geopolíticas con China, la segunda economía más grande del mundo y el país con la mayor participación en la manufactura global, avivando los temores de lo que algunos han llamado “Segunda Guerra Fría”<sup>2</sup>
- Las políticas cada vez más agresivas y asertivas de China, incluidas las restricciones a la exportación de tierras raras e imanes, suponen un estrangulamiento de la economía y el ejército de Estados Unidos en el futuro previsible.
- Las frecuentes advertencias sobre burbujas en los mercados de valores hacen comparaciones con las de finales de la década de 1920 y la era puntocom. Burbuja de 2000, con especial énfasis en una burbuja de inteligencia artificial (IA)
- Análisis defectuoso que muestra los gastos de capital en IA como el principal impulsor del crecimiento del PIB de EE. UU. y a las empresas relacionadas con IA como los únicos impulsores de los retornos del S&P 500 • Giros salvajes en los mercados financieros, con una caída del 21 % desde el pico de febrero de 2025 del S&P 500 hasta el mínimo intradiario del 7 de abril, seguido de un aumento del 42% hasta finales de año • Numerosas alarmas de que el presidente Donald Trump “desafía descaradamente las leyes”,<sup>3</sup> ha intensificado “su ataque a el poder judicial”<sup>4</sup> y “deja de lado al Congreso”<sup>5</sup>

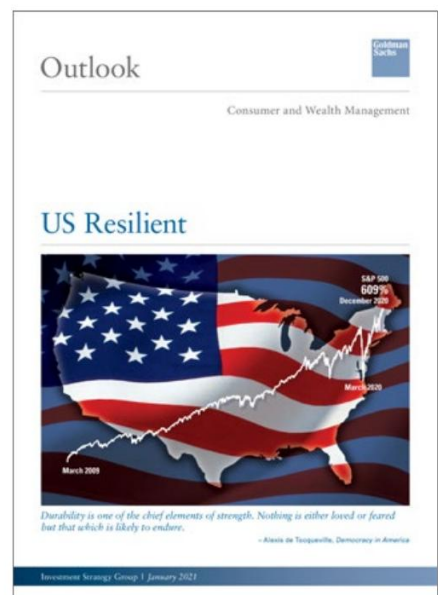
Al mismo tiempo, un flujo constante de titulares que lamentan la erosión o incluso la pérdida del «excepcionalismo estadounidense» ha provocado que algunos clientes cuestionen nuestros temas de inversión. Dos ejemplos notables, ambos dirigidos, por cierto, al presidente Trump, son:

- El artículo publicado en Foreign Affairs en junio de 2025 titulado “El fin del largo siglo estadounidense”, en el que los profesores Joseph Nye Jr. y Robert Keohane argumentaron que la administración Trump podría llevar el “período de dominio de Estados Unidos —lo que el editor estadounidense Henry Luce llamó por primera vez ‘el siglo estadounidense’— a un final sin contemplaciones” mediante el uso de la coerción y el poder duro estadounidense.<sup>6</sup>
- El artículo publicado el 25 de marzo de 2025, titulado “Trump ha socavado la estabilidad económica de Estados Unidos” “Excepcionalismo”, en el que el consejo editorial del Financial Times escribió que “el excepcionalismo económico de Estados Unidos, desde su incesante gasto de consumo y su floreciente mercado de valores hasta su reputación de gobernanza económica confiable, es el daño colateral”.<sup>7</sup>

Esta no es la primera vez que los declinistas —aquellos que predicen el declive de EE. UU. se ha manifestado con tanta fuerza. En nuestro informe de 2021 En el informe de perspectivas, EE. UU. Resiliente, abordamos un brote similar que se produjo tras la primera presidencia de Trump y la devastadora pandemia de COVID-19. Concluimos entonces que quienes apostaban por el declive se equivocarían y que los clientes deberían mantener su inversión con una sobreponderación en renta variable estadounidense.

Desde la publicación de US Resilient, las acciones estadounidenses han tenido un rendimiento del 99% (15% anualizado), en comparación con el 60% (10% anualizado) de las acciones de los mercados desarrollados no estadounidenses, el 24% (4% anualizado) de los mercados emergentes y el -14% (-3% anualizado) de China, como se muestra en el Gráfico 2.

En la Sección I de las Perspectivas de este año, refutamos las últimas preocupaciones de los declinantes, que a menudo se basan en las palabras y acciones del presidente Trump. Argumentamos que la preeminencia de EE. UU. perdura gracias a la incomparable capacidad económica, de capital humano y financiera del país.



Fortalezas del mercado. Acompañadas de un sistema de pesos y contrapesos. Y una resiliencia notable.

Revisamos los impulsores clave de la preeminencia de EE. UU. y examinamos si estos factores se han visto afectados negativamente por el tumulto de 2025. No fue así.

A continuación, reevaluamos nuestra justificación para una sobreponderación en renta variable estadounidense y para mantener la inversión, y explicamos por qué la rentabilidad del mercado de 2025 no nos ha llevado a modificar nuestra recomendación. Analizamos si la renta variable estadounidense se encuentra en una burbuja y por qué la inteligencia artificial contribuye, pero no es el único factor impulsor, de la economía estadounidense, las ganancias en EE. UU. y la rentabilidad del S&P 500.

También examinamos si el aumento de la deuda respecto del PIB erosionará la preeminencia de EE. UU. Centramos nuestra atención en

La relación deuda/PIB de EE. UU. hace 14 años, en nuestras Perspectivas de 2012, en Periscope, concluimos que la única falla estructural en EE. UU. era "una creciente carga de deuda ante el estancamiento político". Desde entonces, la relación deuda/PIB ha aumentado del 65 % a finales de 2011 al 100 % a finales de 2025, un cambio de 35 puntos porcentuales (o un aumento del 54 %), de los cuales 20 puntos porcentuales se debieron al gasto federal derivado de la pandemia de COVID-19 de 2020. En ese momento, escribimos que, si bien el aumento de la relación deuda/PIB debía monitorearse cuidadosamente, no se esperaba que erosionara la preeminencia de EE. UU. Seguimos creyendo que EE. UU. está lejos de...

el punto de inflexión de niveles insostenibles de deuda en relación con el PIB.

Además, demostramos por qué la caída del dólar y el aumento del precio del oro no pueden atribuirse únicamente a las políticas de la administración Trump ni a la trayectoria de la deuda estadounidense. Analizamos:

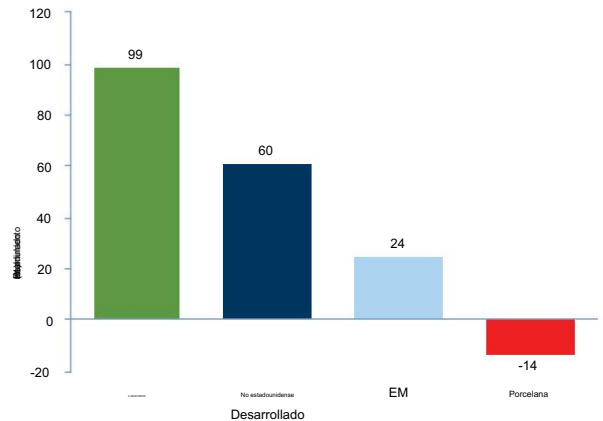
- La continuación de los flujos de cartera y de la inversión extranjera directa en Estados Unidos tras una breve pausa  
Día de la Liberación
- Cómo aumentaron las compras de oro de los bancos centrales, especialmente  
Las compras realizadas por China reflejan una diversificación de reservas, más que una liquidación de dólares a gran escala.
- Cómo la publicidad y el atractivo de obtener ganancias "rápidas y fáciles" cuenta el interés en bitcoin

Creemos que el estatus de reserva del dólar está asegurado en el futuro previsible. No creemos que...

Recomiendo a los clientes que utilicen oro o bitcoin como cobertura en sus carteras.

Gráfico 2: Rendimiento total acumulado del capital  
Desde la publicación de nuestras Perspectivas 2021

Las acciones estadounidenses han superado significativamente a otros mercados desde 2021.

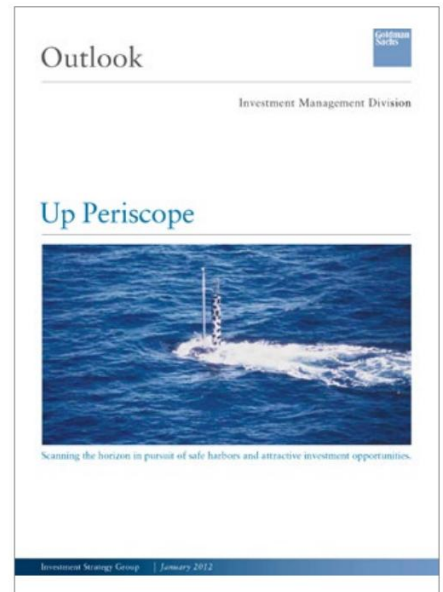


Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: Publicamos nuestras Perspectivas para 2021 el 4 de enero de 2021. Todos los rendimientos de las acciones se miden en dólares estadounidenses.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.



Continuando en la Sección I, presentamos nuestras rentabilidades totales esperadas a uno y cinco años para las principales clases de activos y para el dólar. También revisamos brevemente nuestras estrategias de inversión para 2026. Iniciamos 2025 con 13 estrategias de inversión y alcanzamos un máximo de 21, incluyendo estrategias que incrementaron la beta de nuestras carteras modelo tras la caída del Día de la Liberación. Casualmente, iniciamos 2026 con 13 estrategias de inversión.

Finalmente, analizamos los riesgos clave para nuestras perspectivas. En nuestras Perspectivas para 2025, señalamos que China representaba el mayor riesgo para nuestras perspectivas debido a una escalada en la guerra comercial, una política más asertiva y agresiva hacia el Mar de China Meridional y Taiwán, el continuo apoyo a Rusia y la escalada de ciberataques. Todos los riesgos hipotéticos que planteamos el año pasado se materializaron en 2025, y más. Prevemos que China seguirá siendo el mayor riesgo para nuestras perspectivas para 2026.

Una de las preguntas más importantes que nos plantean tanto clientes como colegas es qué nos llevaría a alejarnos de nuestra sobreponderación estratégica en acciones estadounidenses.

La respuesta es sencilla: la mayor amenaza para la supremacía estadounidense es la erosión del Estado de derecho y del sistema de pesos y contrapesos del país. Como se mencionó anteriormente, muchos observadores sostienen que dicha erosión ya ha comenzado bajo la administración Trump.

Para comprobar esta afirmación, consultamos con eminentes expertos en derecho constitucional y observadores políticos estadounidenses y concluimos que tanto el Estado de derecho como el sistema de pesos y contrapesos se mantienen en pie. Presentamos los hechos que respaldan nuestra opinión en la Sección I.

Sin embargo, también demostramos que el presidente Trump ha acelerado una tendencia iniciada durante el gobierno de Ronald Reagan, según la cual los presidentes estadounidenses han ejercido gradualmente una mayor autoridad presidencial. Revisamos brevemente los complejos y matizados debates en torno a la teoría del ejecutivo unitario, que sugiere que el Artículo II de la Constitución estadounidense otorga el poder ejecutivo al presidente: «El poder ejecutivo recaerá en un presidente de los Estados Unidos de América».

Concluimos la Sección I con nuestras conclusiones clave.

En la Sección II, presentamos nuestras perspectivas económicas para los principales países desarrollados y de mercados emergentes.

Finalmente, la Sección III detalla nuestras perspectivas de los mercados financieros de estos países, así como nuestras perspectivas para el dólar estadounidense y las materias primas clave.

Esta es nuestra 18.ª Perspectiva Anual. Como es habitual, presentamos nuestras perspectivas y recomendaciones de inversión tras un análisis exhaustivo y riguroso realizado por nuestro equipo, que incluye consultas con destacados expertos con experiencia en el ámbito militar, gubernamental, empresarial, financiero, de centros de investigación y académico. Se enumeran en las páginas 8 y 9.

Los acontecimientos de 2025 exigieron un rigor aún mayor que el habitual a la hora de separar la señal del ruido en los medios, blogs, podcasts e incluso los informes de investigación de Wall Street.

Fue especialmente difícil distinguir los hechos del optimismo en el ecosistema de la IA. Algunos fundadores de IA, como Sam Altman de OpenAI, sugieren que la inteligencia superhumana es alcanzable en los próximos años; otros, como Yann LeCun, exdirector de IA en Meta y ganador del Premio Turing, argumentan que la IA generativa no conducirá a una inteligencia de nivel humano, y mucho menos a una inteligencia superhumana. El resultado final tiene implicaciones de gran alcance.

Como de costumbre, publicamos nuestro informe anual con cierta humildad. Este año, la incertidumbre en torno a nuestras opiniones es especialmente amplia. Nos enfrentamos a:

- Una enorme incertidumbre política en Estados Unidos, incluida la política monetaria bajo el nuevo presidente de la Reserva Federal y la aceptación por parte del poder judicial de prácticas migratorias que van más allá de la deportación de inmigrantes ilegales.
- Mayor incertidumbre en la política exterior de Estados Unidos hacia sus aliados y adversarios, incluso sobre los aranceles. • Importante incertidumbre geopolítica por parte de China, que aún enfrenta desafíos económicos, pero está Militarmente más fuerte y más asertivo
- Billones de dólares gastados en IA generativa frente a una amplia gama de opiniones sobre su impacto en la productividad y el trabajo, así como sobre los probables ganadores y perdedores en el ecosistema de IA.

La preparación de este Outlook ha sido una tarea titánica, pero muy gratificante. Obtuvimos valiosas perspectivas y un vasto conocimiento de profesionales experimentados en diferentes campos con perspectivas radicalmente diferentes, lo que refleja las profundas divisiones del país. Hemos incorporado estas perspectivas y conocimientos a nuestro análisis.

Por ahora, no vemos ninguna razón convincente para cambiar nuestra visión sobre la preeminencia de EE.UU. y la necesidad de mantener la inversión. Esperamos que después de leer este informe, usted esté de acuerdo.

Quizás nuestra lección más profunda y duradera haya sido que la resiliencia de Estados Unidos se mantiene intacta ante considerables desafíos internos y externos. Y la economía y los mercados financieros de este país seguirán reflejando esa resiliencia.

Con esa nota alentadora, le deseamos un 2026 saludable, feliz, próspero y muy seguro.

El Grupo de Estrategia de Inversión

## Contenido



### SECCIÓN I

---

#### 10 La preeminencia de EE.UU. está intacta

La resiliencia de Estados Unidos se mantiene intacta frente a considerables desafíos internos y externos.

#### 26 vulnerabilidades de EE. UU.

#### 72 riesgos para nuestra perspectiva

#### 37 preguntas de burbujas

#### 76 conclusiones clave

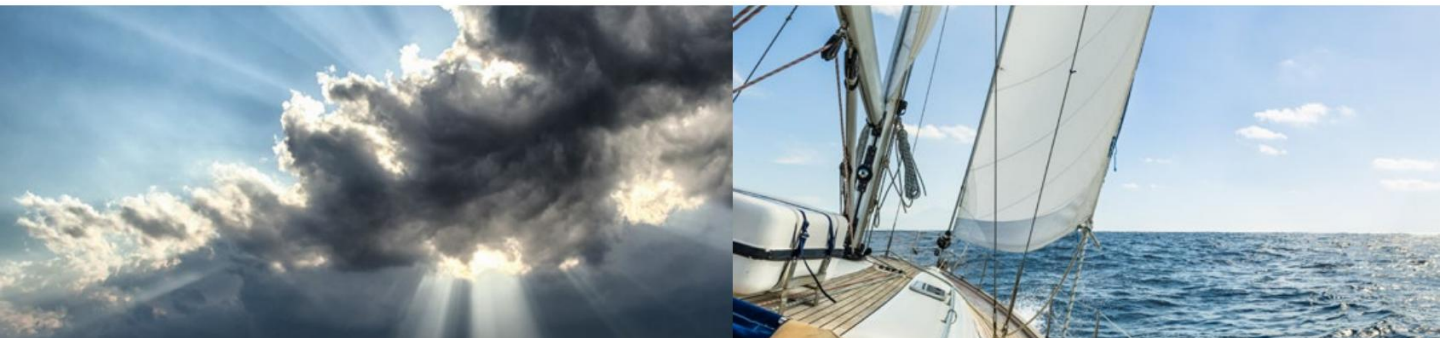
#### 53 El resultado final

Sostenemos que la preeminencia de Estados Unidos perdura debido a las fortalezas incomparables del país en materia económica, de capital humano y de mercado financiero. Emparejado con un sistema de controles y equilibrios. Y una resiliencia notable.

#### 65 Nuestras expectativas para uno y cinco años Rendimientos totales

#### 68 Nuestras inclinaciones tácticas

El bison americano fue nombrado mamífero nacional de Estados Unidos el 9 de mayo de 2016, uniéndose al águila calva como símbolo oficial del país. Los bisontes han habitado Norteamérica desde tiempos prehistóricos, pero estuvieron al borde de la extinción a principios del siglo XX, cuando su población se redujo de 40 millones a menos de 1000. Se realizó un esfuerzo nacional para salvar a la especie de la extinción y ahora unos 10 000 bisontes habitan Estados Unidos. El bison americano es un símbolo de resiliencia.



SECCIÓN II: ROMPIMIENTO EN LAS NUBES

---

**78 Perspectivas económicas mundiales 2026**

Una visibilidad más clara debería respaldar un crecimiento global resiliente este año a medida que se disipa la incertidumbre política.

80 Estados Unidos

85 Eurozona

86 Reino Unido

87 Japón

88 mercados emergentes

SECCIÓN III: CURSO DE MANTENIMIENTO

---

**Perspectivas de los mercados financieros para 2026**

A pesar del mar agitado, es probable que los mercados financieros recompensen a los inversores que mantengan el rumbo en 2026.

96 acciones estadounidenses

102 Acciones de mercados desarrollados no estadounidenses

103 Acciones de la eurozona

104 acciones del Reino Unido

105 acciones japonesas

105 acciones de mercados emergentes

106 monedas globales

111 Renta Fija Global

127 materias primas mundiales

## Expresiones de gratitud

El Grupo de Estrategia de Inversión se formó hace 25 años.

Desde entonces, hemos aprovechado los amplios recursos de Goldman Sachs, así como...

los de empresas externas seleccionadas para formular nuestros opiniones y recomendaciones de inversión. Estas

Las entidades incluyen centros de estudios, empresas de investigación de terceros e instituciones académicas, así como otras bancos de inversión. También contamos con un equipo de asesores expertos en una amplia gama de temas.

En la preparación de este Outlook, tuvimos la suerte de contar con el conocimiento y las perspectivas de expertos en geopolítica, militares y legales, exresponsables de políticas, académicos y profesionales de la inversión. La mayor parte de nuestra investigación se basó en conversaciones en vivo, pero también nos beneficiamos de algunas comunicaciones por correo electrónico.

Agradecemos a estos expertos y reconocemos su enorme valor al redactar las Perspectivas de este año en un momento de mayor incertidumbre.

Por supuesto, todas las opiniones expresadas en este informe son las del Grupo de Estrategia de Inversión, a menos que se atribuyan específicamente a alguien fuera de nuestro equipo.

Entre los que consultamos se incluyen, en orden alfabético:

Jim Baker, investigador principal de Competencia Estratégica del Consejo de Relaciones Exteriores y profesor visitante distinguido de la Institución Hoover de la Universidad de Stanford. Anteriormente, dirigió la Oficina de Evaluación Neta del Departamento de Defensa de EE. UU. entre 2015 y 2025.

- Andrew Batson, socio y director de investigación sobre China en Gavekal Dragonomics. Escribe sobre China desde 1998 y es un periodista galardonado del Wall Street Journal.

- Andrew Bishop, socio principal y director global de investigación de políticas, Signum Global Advisors.

- Ian Bremmer, presidente y fundador de Eurasia Group.

- Embajador Nicholas Burns, Profesor, Universidad de Harvard, Escuela de Gobierno John F. Kennedy. Se desempeñó como embajador de Estados Unidos en la República Popular China de 2021 a 2025. Ha servido a seis presidentes y nueve secretarios de estado en el gobierno de Estados Unidos durante tres décadas, incluso como subsecretario de Estado para Asuntos Políticos entre 2005 y 2008.

- Rochester Cahan, estratega de cartera de EE. UU., Socios de Investigación Empírica. Se centra en un amplio espectro de temas, desde la selección de acciones ascendente hasta el análisis macroeconómico descendente.

General Sir Nick Carter, ex Jefe del Estado Mayor de la Defensa del Reino Unido (2018-2021) y ex Jefe del Estado Mayor General del Reino Unido (2014-2018). Cuenta con más de 40 años de servicio en el ejército británico.

- Charlene Chu, analista sénior, Autonomous Investigación, centrada en China. Anteriormente, fue analista sénior del grupo de Mercados Emergentes y Asuntos Internacionales del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

- Jack Goldsmith, Profesor de Derecho de la Universidad de Harvard. Fue Fiscal General Adjunto de la Oficina de Asesoría Jurídica (2003-2004) y Asesor Especial del Asesor General del Departamento de Defensa (2002-2003).

- Michael Goldstein, Socio Director de Empirical Research Partners. Antes de su puesto actual, fue Director de Estrategia de Inversiones de Sanford C. Bernstein & Co., Inc.

- Reva Goujon, Directora, Grupo Rhodium, Liderando la interacción con los clientes para el equipo de asesoría corporativa de Rhodium China.

- Jens Larsen, Jefe de Práctica especializado en geoeconomía, Eurasia Group.
  - Jon Lieber, Jefe de Investigación y Director General para Estados Unidos, Eurasia Group.
- Maya MacGuineas, Presidenta del Comité para un Presupuesto Federal Responsable. Testifica regularmente ante el Congreso y ha publicado numerosos artículos, incluyendo en el Washington Post, el Wall Street Journal, el New York Times y el Financial Times.
- Gary Marcus, psicólogo, autor y Emprendedor. Fue fundador y director ejecutivo de Geometric Intelligence, una empresa de aprendizaje automático. También es autor de varios libros, entre ellos "Rebooting AI" y "Taming Silicon Valley".
  - Charles Myers, presidente y fundador de Signum Global Advisors. Cuenta con más de 25 años de experiencia política y electoral en Estados Unidos, asesorando a candidatos en las contiendas presidenciales, del Senado y de la Cámara de Representantes.
  - Lachlan Nieboer, investigador asociado sénior en minerales críticos en 13D Research & Strategy.
  - Michael Pettis, economista y miembro sénior no residente del Carnegie Endowment for International Peace. También es economista financiero. profesor de la Escuela de Administración Guanghai de la Universidad de Pekín y autor de seis libros, incluido el más reciente Trade Wars Are Class Wars.
  - Jing Qian, vicepresidente, cofundador y Director General, Centro de Análisis de China, Instituto de Políticas de la Sociedad Asiática.
  - Elina Ribakova, investigadora sénior no residente, Instituto Peterson de Economía Internacional. También es Directora del Programa Internacional Programa de Asuntos Exteriores y Vicepresidente de Política Exterior de la Escuela de Economía de Kiev.
- Nicholas Robinson, director global de minerales críticos y materiales para baterías y director general sénior de Cerberus Capital Management.
- Karl Rove, consultor político, ex asesor principal (2000-2004) y subjefe de gabinete (2004-2007) del presidente George W. Bush. Rove cuenta con más de 40 años de experiencia en estrategia política.
- David Sacks, investigador de Estudios sobre Asia, Consejo de Relaciones Exteriores.
  - Contralmirante Michael Studeman, Marina de los EE. UU. (retirado), excomandante de la Oficina de Inteligencia Naval. Cuenta con más de 35 años de experiencia como oficial de inteligencia de la Armada de los EE. UU., con especialización en seguridad nacional y asuntos de Asia-Pacífico, en particular China.
  - Adam White, titular de la Cátedra Laurence H. Silberman de Gobernanza Constitucional y miembro sénior del American Enterprise Institute. También codirige el Centro C. Boyden Gray para el Estudio del Estado Administrativo de la Facultad de Derecho Antonin Scalia.
  - Logan Wright, socio de Rhodium Group, dirige el departamento de investigación de mercados de China de la firma. También es... Miembro adjunto de la Cátedra Fiduciaria de Negocios y Economía de China en el CSIS.
  - Sir Alex Younger, Asesor Regional de Goldman Sachs. Antes de este puesto, desarrolló una carrera de 30 años en inteligencia, incorporándose al Servicio Secreto de Inteligencia Británico (MI6) en 1991 y ejerciendo como Jefe entre 2014 y 2020.
  - Mark Zandi, economista jefe de Moody's Analytics. También presenta el podcast Inside Economics y es autor de varios libros, entre ellos "Pagando el precio: Poniendo fin a la Gran Recesión y comenzando un nuevo siglo estadounidense".

## La preeminencia de EE.UU. está intacta

El primer y más importante pilar de nuestra filosofía de inversión es que la historia es una guía útil.

Desde los inicios de ISG, conocer y comprender la historia económica, política y de los mercados financieros ha guiado nuestras recomendaciones de inversión, especialmente en tiempos de estrés e incertidumbre.

Decir que nos encontramos en un momento de mayor estrés e incertidumbre podría ser quedarse corto. Tanto el presidente Trump como el presidente Xi Jinping están intentando cambiar el orden mundial. Algunos creen que...



## Pilares de la filosofía de inversión del Grupo de Estrategia de Inversión



La administración Trump "carece de seguimiento y paciencia... carece de consistencia".<sup>8</sup> Otros han escrito que el presidente Trump muestra "incompetencia en la política".<sup>9</sup> Y muchos observadores de China han compartido que China aspira a ser la potencia dominante a nivel mundial, no solo en la región del Indo-Pacífico, y las restricciones a las exportaciones de minerales críticos e imanes de tierras raras pueden haber sido la primera salva.

Irwin Stelzer, economista, autor y columnista, escribió recientemente que "los cambios de política hacen que la gente dé vueltas... La economía navega en mares peligrosos... Observamos con horror y vergüenza cómo envían agentes de ICE fuertemente armados a una ciudad tras otra... nos preguntamos por qué permitimos que nuestras instituciones educativas lujosas y con fondos generosos reemplazaran la educación por el adoctrinamiento" y, sin embargo, "a pesar de todo... la resiliencia estadounidense se nota".<sup>10</sup> Stelzer fundó la consultora económica NERA en 1961; a los 93 años de edad, ha pasado por múltiples ciclos económicos y políticos, y sus sabios consejos han sido útiles a lo largo de los años.

“Quien no puede recordar el pasado está condenado a repetirlo”.

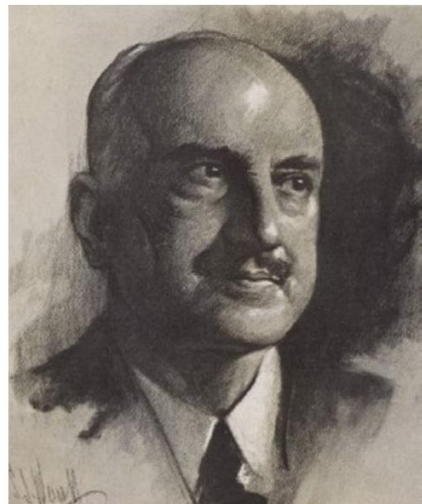
—George Santayana

Creemos que la preeminencia de Estados Unidos permanece intacta.

Los factores que sustentan la preeminencia estadounidense han perdurado durante más de un siglo, y algunos, durante más de dos. Ninguna administración ni adversario puede socavarlos fácilmente, especialmente dada la resiliencia del país.

La historia ha demostrado que quienes se inclinan por el declive en Estados Unidos han subestimado constantemente la resiliencia de este país y su capacidad para corregir sus errores y reinventarse.

Hacemos caso a las palabras del filósofo español George Santayana, quien advirtió que «quien no recuerda el pasado está condenado a repetirlo».



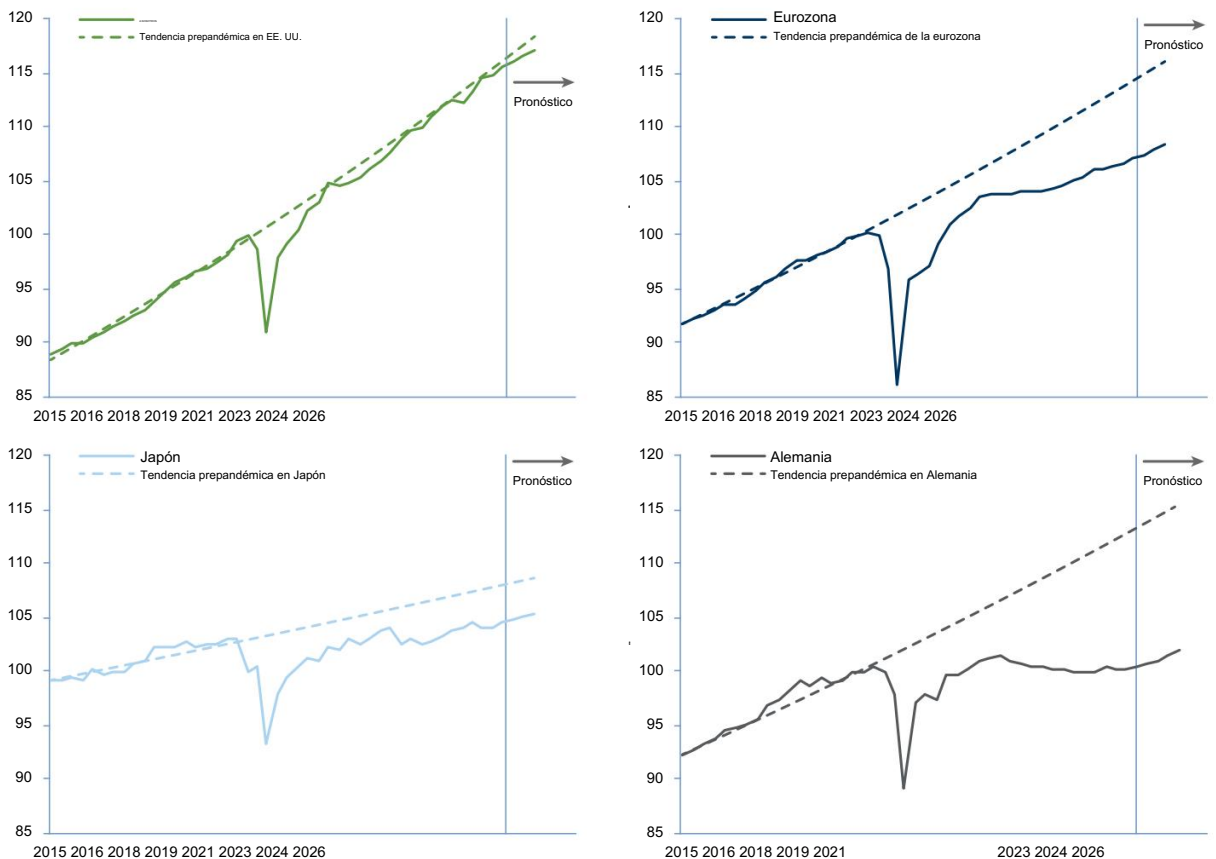
## Declinistas estadounidenses

En el período posterior a la Segunda Guerra Mundial, los declinistas han declarado el fin de la preeminencia estadounidense seis veces:

- En la década de 1950, tras los lanzamientos de misiles soviéticos y el éxito del Sputnik (el primer satélite orbital), los partidarios del declive advirtieron que la Unión Soviética estaba estableciendo una ventaja indiscutible en misiles y produciendo científicos e ingenieros superiores.
  - A finales de la década de 1960, los declinistas decían que el mundo bipolar estaba llegando a su fin y que Europa y Japón surgirían como iguales de Estados Unidos y la Unión Soviética.
  - En la década de 1970, los declinistas señalaron la guerra de Vietnam, los tiroteos en la Universidad Estatal de Kent, el embargo petrolero árabe, el escándalo de Watergate y la consiguiente renuncia del presidente Richard Nixon como presagios del declive económico, político, geopolítico y social de Estados Unidos.
- En la década de 1980, los declinistas advirtieron que Japón y los Tigres Asiáticos estaban en marcha mientras Estados Unidos se retiraba. Libros como Japón como número uno: Lecciones para Estados Unidos Y El enigma del poder japonés resume el pensamiento de la época.
  - En 2008-2009, los declinistas pregonaron el ascenso de China y la caída de Estados Unidos. Algunos incluso llegaron a afirmar que la fuerza política y económica dominante en el siglo XXI sería China, tal como Estados Unidos lo fue en el siglo XX.
  - En 2020, durante la pandemia de COVID-19 y el último año de la primera presidencia de Trump, los declinistas advirtieron que si bien las predicciones anteriores sobre el declive estadounidense han sido sistemáticamente erróneas... esta vez es realmente diferente... Las fuerzas que hicieron que la hegemonía estadounidense fuera tan duradera antes están hoy impulsando su disolución. 11

## Gráfico 3: PIB vs. tendencia prepandemia

Estados Unidos es el único país desarrollado importante cuya economía ha recuperado su nivel de tendencia anterior a la pandemia.



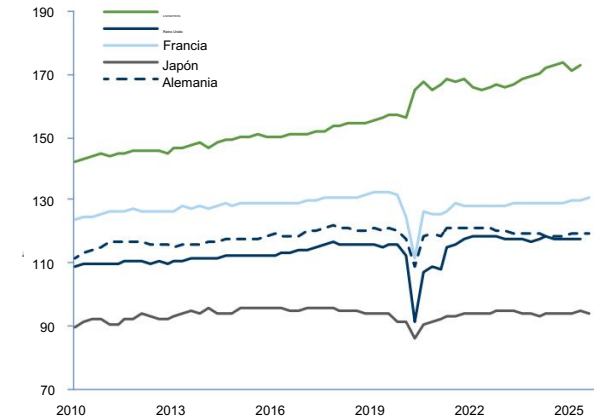
Datos hasta el tercer trimestre de 2025. Pronóstico hasta 2026.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Los pronósticos son estimaciones basadas en supuestos, están sujetos a revisión y pueden cambiar a medida que cambian las condiciones económicas y del mercado. No se puede garantizar que se cumplan las previsiones.

Gráfico 4: Productividad laboral per cápita  
Persona empleada

La productividad laboral en Estados Unidos ha reanudado su trayectoria ascendente desde la pandemia.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

Nota: Datos de EE. UU. y el Reino Unido hasta el segundo trimestre de 2025.

Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, OCDE.

\* Paridad de poder adquisitivo.

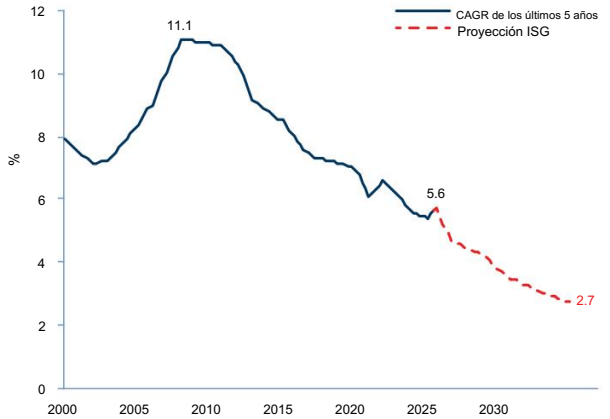
También en 2020, el profesor Daron Acemoglu, del Instituto Tecnológico de Massachusetts y coautor de *Por qué fracasan los países*, escribió que "Estados Unidos está ahora al borde de una fase repentina de colapso institucional después de... años de decadencia gradual". 12

Los declinistas se han equivocado en todos los casos, incluso en 2020. Estados Unidos tuvo un desempeño particularmente malo durante la pandemia, representando el 17% de las muertes mundiales relacionadas con la COVID-19, con 1,2 millones de personas, a pesar de representar solo el 4% de la población mundial. Sin embargo, la economía y los mercados financieros estadounidenses se recuperaron rápidamente. Como se mostró anteriormente en el Gráfico 2, los mercados de valores estadounidenses superaron significativamente a las acciones de los mercados desarrollados y emergentes no estadounidenses. La economía estadounidense superó con creces a otras economías desarrolladas y retomó su tasa de crecimiento tendencial prepandemia. Ninguna de las demás grandes economías desarrolladas ha recuperado sus niveles de tendencia prepandemia, como se muestra en el Gráfico 3.

De manera similar, la productividad laboral en Estados Unidos ha retomado su trayectoria ascendente desde la pandemia, mientras que en todas las demás grandes economías desarrolladas ha disminuido o se ha mantenido lenta (véase el gráfico 4).

En China, las tasas de crecimiento de la productividad laboral han ido disminuyendo de manera constante, y esperamos que esa tendencia continúe (véase el Gráfico 5).

Gráfico 5: Crecimiento de la productividad laboral en China  
La productividad laboral en China tiende a la baja.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025. Pronóstico hasta 2034.

Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, OCDE.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Los factores que sustentan la economía más grande, más diversa, innovadora y resiliente del mundo demostrarán una vez más que los declinistas están equivocados.

Consideramos seis factores:

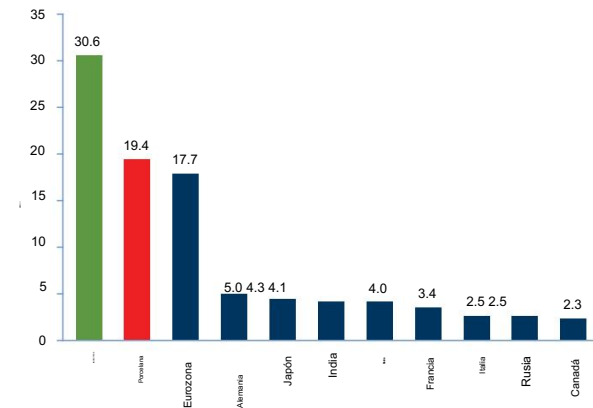
- Riqueza económica •
- Capital humano
- Innovación
- Productividad •
- Ganancias y flujos de capital
- "Marca América"<sup>13</sup>

Estos factores se refuerzan mutuamente y sustentan una preeminencia que ninguna administración ni ningún país adversario puede sustituir. Mantenemos nuestra sobreponderación estratégica en renta variable estadounidense porque estos factores se traducen en un mayor crecimiento de las ganancias, una trayectoria de ganancias más fiable y una menor volatilidad en general.

Como escribió John Steele Gordon en *Un imperio de riqueza: la historia épica del poder económico estadounidense*, la máxima fortaleza de Estados Unidos reside "en su riqueza... su capacidad de crear aún más riqueza y su imaginación aparentemente inagotable para desarrollar nuevas formas de usar esa riqueza productivamente". 14

## Gráfico 6: PIB nominal

Estados Unidos tiene el PIB más alto del mundo.



Datos a 2025.

Nota: Datos basados en estimaciones del FMI para todo el año a octubre de 2025.

Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, FMI.

### Riqueza económica

#### Tamaño de la economía:

El PIB de EE. UU. supera los 30 billones de dólares, lo que representa el 26 % del PIB mundial (véase el Gráfico 6). Esta riqueza permite una asignación significativa de recursos, tanto del sector público como del privado, a la innovación, la sanidad, la educación y el ejército. También permite a EE. UU. recuperarse de sus errores, como lo demuestra la recuperación tras la COVID-19.

Hay dos ejemplos notables del impacto de tal riqueza. Uno es el gasto de capital estimado en 1,5 billones de dólares del sector privado en IA generativa. El segundo es la iniciativa de 10 000 millones de dólares de la Operación Warp Speed, impulsada por el gobierno federal para desarrollar, fabricar y distribuir una vacuna contra la COVID-19.

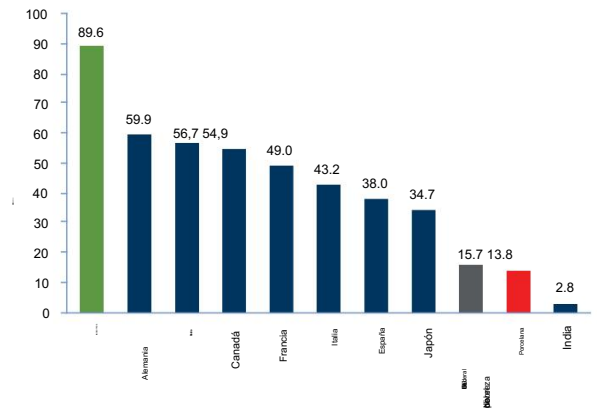
La economía estadounidense es tan grande que, si crece a su tasa de crecimiento tendencial de aproximadamente el 2% durante cinco años, su PIB aumentará más que el tamaño de toda la economía francesa. En los últimos cinco años, la economía estadounidense ha crecido más que el tamaño de toda la economía del Reino Unido.

Ambos se miden en dólares constantes. La brecha entre Estados Unidos y otros países seguirá ampliándose.

La siguiente economía más grande es China, con 19 billones de dólares, lo que representa el 17% del PIB mundial. Si bien, a lo largo de los años, muchos economistas y analistas del mercado han especulado que el PIB de China superaría al de Estados Unidos, en realidad ha disminuido como porcentaje de la economía estadounidense. En su punto máximo en 2021, el PIB de China representó el 77% del PIB de Estados Unidos, en comparación con el 63% en 2025.

## Gráfico 7: PIB nominal per cápita

Estados Unidos es el país más rico del mundo.



Datos a 2025.

Nota: Datos basados en estimaciones del FMI para todo el año a octubre de 2025.

Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, FMI.

Varias personas nos han preguntado por qué no utilizamos la paridad de poder adquisitivo (PPA) para comparar el PIB entre países, ya que la PPA incorpora el menor costo de los bienes y servicios en los países de mercados emergentes. Según la PPA, la economía de China asciende a 41 billones de dólares, en comparación con los 30 billones de dólares de Estados Unidos.

Sin embargo, como se discutió el año pasado, el Banco Monetario Internacional El Fondo Monetario Internacional (FMI) sugiere que "los tipos de cambio del mercado son la opción lógica cuando hay flujos financieros involucrados":<sup>15</sup>

- Según el vicegobernador del Banco Popular de China, a mediados de 2025 el 30% del comercio de bienes de China se liquida en renminbi, lo que significa que el 70% no lo hace.
- Las reservas de China se mantienen principalmente en activos denominados en dólares estadounidenses. • China ha comprado aproximadamente 3.800 toneladas de oro en los últimos cuatro años, la mayoría de las cuales probablemente se compraron en dólares.
- Las importaciones de petróleo y gas natural de China se cotizan en dólares.
- Las importaciones de alimentos de China, incluida la soja y la carne de vacuno, se cotizan en dólares, incluso si China comercia bilateralmente con algunos países de mercados emergentes en sus respectivas monedas locales.

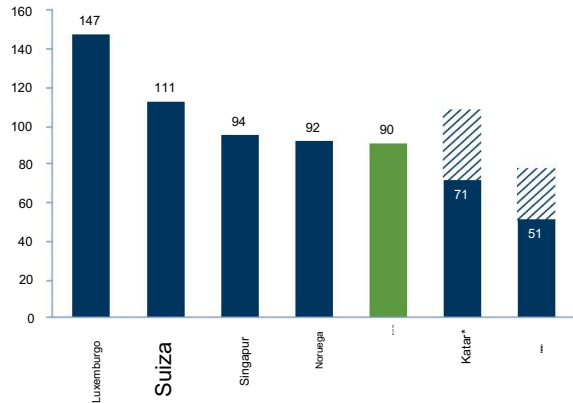
De ahí nuestra decisión de comparar las economías de Estados Unidos y China en dólares nominales.

#### PIB per cápita

Estados Unidos también es el país más rico en términos de PIB per cápita, con 89.600 dólares (véase el Gráfico 7). El siguiente país más rico es Alemania, con un PIB per cápita de 59.900 dólares.

### Gráfico 8: PIB per cápita ajustado

Los países con un PIB per cápita mayor que Estados Unidos tienen poblaciones relativamente pequeñas.



Datos a 2025.

Nota: Datos basados en estimaciones del FMI para todo el año a octubre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Los trabajadores migrantes representan alrededor del 90% de la población de Catar y los Emiratos Árabes Unidos. El PIB Se estima que el PIB per cápita de la población local en ambos países es varias veces superior al de la población migrante. Las barras sombreadas reflejan una estimación aproximada del PIB per cápita de las poblaciones indígenas de Catar y los Emiratos Árabes Unidos.

Solo un pequeño número de países tiene un PIB per cápita mayor que el de Estados Unidos. Esos países son predominantemente paraísos fiscales o productores de petróleo y gas natural con poblaciones inferiores a 12 millones (véase el gráfico 8).

Si bien China es la segunda economía más grande del mundo y la segunda mayor población, es un país de ingresos medios con un PIB per cápita inferior al nivel de pobreza de Estados Unidos. Su asignación de recursos a educación, atención médica y pensiones para su población, que envejece rápidamente, se ha visto eclipsada por la asignación de recursos a la manufactura, la expansión de su capacidad militar y el avance tecnológico.

Al igual que la Unión Soviética, China ha optado por las armas en lugar de la mantequilla, en nuestra opinión: invirtiendo en defensa en lugar de impulsar el consumo. Esta comparación con la Unión Soviética no es perfecta, ya que esta nunca estuvo tan integrada en la economía mundial como China hoy, pero la disyuntiva entre armas y mantequilla aún se mantiene.

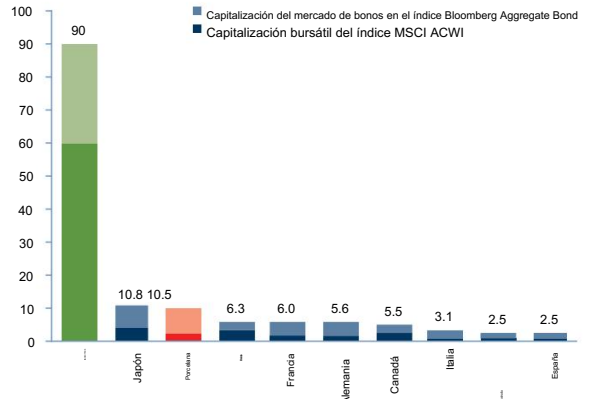
Es improbable que la economía china, basada en el comando y control, alcance un predominio sobre la estadounidense. Analizaremos el debilitamiento de la economía china con mayor profundidad más adelante, en la Sección I.

#### Mercados financieros

Estados Unidos cuenta con los mercados financieros públicos más amplios, profundos y líquidos. Su capitalización bursátil total...

### Gráfico 9: Los 10 principales países clasificados por total Capitalización de mercado

Estados Unidos tiene los mercados financieros más grandes y profundos.



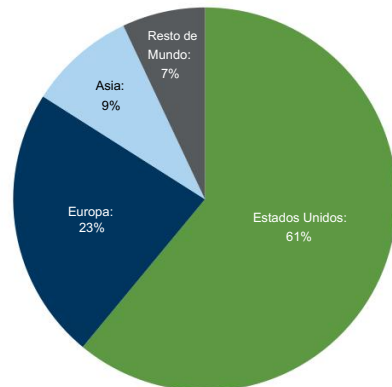
Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream, Bloomberg.

### Gráfico 10: Valoración global del capital privado

Estados Unidos representa el 61% del capital privado mundial.

Valoración del capital privado (% del mundo)



Datos a 2025.

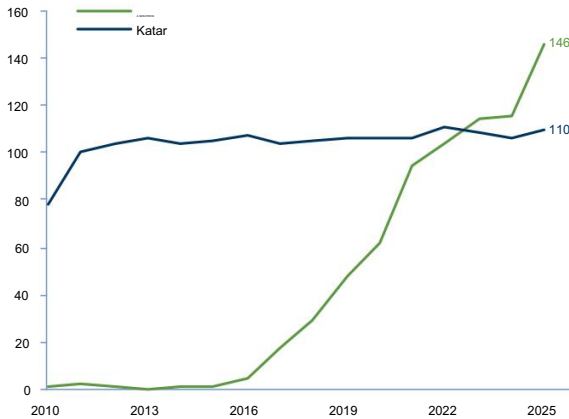
Fuente: Investment Strategy Group, MSCI.

La capitalización bursátil estadounidense asciende a 60 billones de dólares y su mercado de bonos a 30 billones, según sus ponderaciones en el índice MSCI All Country World y el índice Bloomberg Global Aggregate Bond. En conjunto, los bonos y acciones estadounidenses representan el 54% de la capitalización total del mercado financiero público mundial. El mercado estadounidense es aproximadamente 8,5 veces mayor que el de Japón o China, los dos mercados financieros más grandes que le siguen (véase el Gráfico 9).

En cuanto a los mercados privados, el dominio estadounidense es aún mayor. Estados Unidos representa el 61% de los aproximadamente 14 billones de dólares en capital privado, crédito privado y activos reales privados (bienes raíces, recursos naturales e infraestructura) a nivel mundial, como se muestra en el Gráfico 10.

### Anexo 11: Gastos anuales de licuefacción de EE. UU. y Qatar Exportaciones de gas natural (GNL)

Estados Unidos ha sido el mayor exportador de GNL desde 2023.



Datos hasta 2025.

Nota: Los datos de 2025 se basan en estimaciones de crecimiento de la Administración de Información Energética de EE. UU. (EIA) y Goldman Sachs Global Investment Research.

Fuente: Investment Strategy Group, Energy Institute Statistical Review of World Energy, AIE, EIA, Goldman Sachs Global Investment Research.

El tamaño, la amplitud y la profundidad de los mercados financieros ofrecen varios beneficios:

- Ofrecen acceso a grandes reservas de capital para empresarios e innovadores.
- Actúan como un imán para el talento emprendedor inmigrante, ya que se fomenta la toma de riesgos y no se penaliza el fracaso.
- Ofrecen a los bancos centrales una base de activos en la que depositar reservas con seguridad y liquidez.
- Brindan oportunidades de inversión que permiten  
Los fondos soberanos más grandes del mundo tienen acceso a diferentes fuentes de rentabilidad.

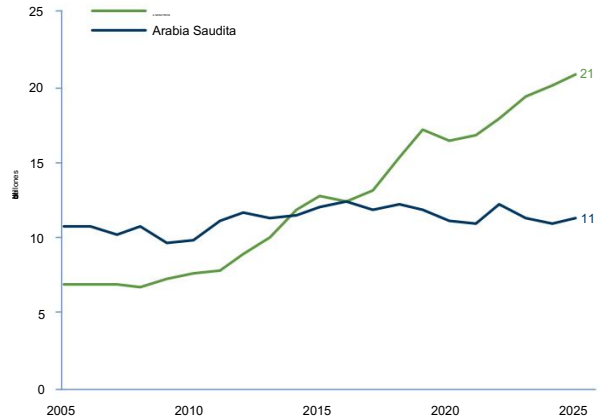
Estados Unidos es también el único mercado que puede absorber los superávits de cuenta corriente de países grandes como China, Alemania y Japón.

Como compartió con nosotros Mark Zandi, economista jefe de Moody's, la economía estadounidense está liderando el camino después de la pandemia en parte debido a sus "amplias y variadas fuentes de capital de riesgo" donde "el espíritu emprendedor es venerado".<sup>16</sup>

Estados Unidos también está particularmente dotado de vastos recursos naturales, especialmente en términos per cápita. en recursos clave como los hidrocarburos, el agua y la tierra cultivable.

### Anexo 12: Informe anual sobre el petróleo y el gas de Estados Unidos y Arabia Saudita Producción de líquidos de gas natural

Estados Unidos ha sido el mayor productor de líquidos de petróleo y gas natural desde 2017.



Datos hasta 2025.

Nota: Los datos de 2025 se basan en estimaciones de la Agencia Internacional de Energía (AIE).

Fuente: Investment Strategy Group, Energy Institute Statistical Review of World Energy, AIE, EIA.

#### Recursos naturales

Estados Unidos también está particularmente dotado de vastos recursos naturales, especialmente en términos per cápita, en recursos clave como hidrocarburos, agua y tierra cultivable.

Estados Unidos es el mayor exportador de productos agrícolas del mundo.

Estados Unidos también ha sido el mayor exportador de GNL desde 2023, cuando superó a Qatar y Australia (véase el Gráfico 11). Se convirtió en el mayor productor combinado de líquidos de petróleo y gas natural en 2014 y ha mantenido esa posición desde 2017 (véase el Gráfico 12).

Si bien sus reservas de tierras raras son limitadas, las de sus aliados cercanos, como Australia, son abundantes (véase el Anexo 13). Analizamos los riesgos que plantean las restricciones a la exportación impuestas por China más adelante, en la Sección I.

## Anexo 13: Reservas probadas de recursos naturales

Estados Unidos está dotado de vastos recursos naturales.

Reservas probadas													
		Australia			Canadá			Porcelana		Brasil		Rusia	
Unidad	Volumen	% de Volumen mundial	% de Volumen mundial	% de Volumen mundial	% de Volumen mundial	% de Volumen mundial	% de Volumen mundial	% de Volumen mundial	% de Volumen mundial	% de Volumen mundial	% de Volumen mundial	% de Mundo	
<b>Energía</b>													
Asfalto	Mil millones de barriles	69	4%	2	0%	168	10%	26	1%	12	1%	108	6%
Gas natural	Billones de metros cúbicos	13	7%	2	1%	2	1%	8	4%	0	0%	37	20%
Carbón	Miles de millones de toneladas	249	23%	150	14%	7	1%	143	13%	7	1%	162	15%
Uranio	Mil toneladas	121	3%	1.317	28%	667	14%	136	3%	110	2%	248	5%
<b>Metales y minerales</b>													
Cobre	Mil toneladas	47.000	5%	100.000	10%	8.300	1%	41.000	4%			80.000	8%
Zinc	Mil toneladas	9.200	4%	64.000	28%			46.000	20%			29.000	13%
Níquel	Mil toneladas	310	0%	24.000	18%	2.200	2%	4.400	3%	16.000	12%	8.300	6%
Oro	Toneladas	3.000	5%	12.000	19%	2.400	4%	3.100	5%	2.400	4%	12.000	19%
Potasa	Mil toneladas	220.000	5%			1.100.000	23%	180.000	4%	2.300	0%	920.000	19%
Tierras raras	Mil toneladas	1.900	2%	5.700	6%	830	1%	44.000	49%	21.000	23%	3.800	4%
<b>Agricultura</b>													
Agua renovable recursos	kilómetros cúbicos	3.069	6%	492	1%	2.902	5%	2.840	5%	8.647	16%	4.525	8%
Tierras de regadío	Kilómetros cuadrados	234.782	7%	19.450	1%	9.045	0%	690.070	21%	91.833	3%	43.000	1%
Tierra cultivable	Kilómetros cuadrados	1.515.635	10%	309.897	2%	381.510	3%	1.090.181	7%	556.420	4%	1.216.490	8%

Reservas probadas per cápita													
		Australia			Canadá			Porcelana		Brasil		Rusia	
Unidad													
<b>Energía</b>													
Asfalto	Barriles		202		0		4.071		18		56		751
Gas natural	Mil metros cúbicos		37		0		57		6		2		261
Carbón	Toneladas		732		1		159		102		31		1.130
Uranio	kilogramos		0		11		16		0		1		2
<b>Metales y minerales</b>													
Cobre	kilogramos		138		807		201		29				557
Zinc	kilogramos		27		516				33				202
Níquel	kilogramos		1		194		53		3		75		58
Oro	Gramos		9		97		58		2		11		84
Potasa	kilogramos		647				26.642		128		11		6.410
Tierras raras	kilogramos		6		46		20		31		99		26
<b>Agricultura</b>													
Recursos hídricos renovables	metros cúbicos		9.024		3.969		70.286		2.016		40.788		31.529
Tierras de regadío	Metros cuadrados		690		157		219		490		433		300
Tierra cultivable	Metros cuadrados		4.456		2.500		9.240		774		2.625		8.475

Datos a 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Energy Institute Statistical Review of World Energy, USGS, Consejo Mundial de Energía, Agencia Internacional de Energía, Agencia Central de Inteligencia, OCDE, Base de datos principal AQUASTAT, Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO).

## Capital humano

Estados Unidos ocupa un lugar destacado en múltiples indicadores de capital humano:

- El promedio de años de escolaridad más alto entre los principales países (véase el gráfico 14).
- La segunda mayor proporción de población en edad de trabajar con educación terciaria completa, con un 29%, en comparación con China, con un 6% (véase el gráfico 15).

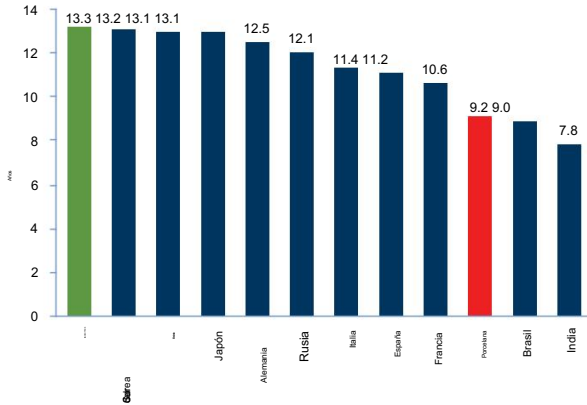
En Invisible China, Scott Rozelle y Natalie Hell destacan que si bien China es el segundo país más grande

En el mundo, la economía china tiene uno de los niveles educativos más bajos de cualquier nación. Alrededor del 34% de la población china es rural. Rozelle y Hell estiman que solo el 11% tiene educación secundaria. Sugieren que la brecha entre las zonas urbanas y rurales amenaza el crecimiento a largo plazo de China. China no puede convertirse en una nación de altos ingresos prominente con una fuerza laboral con un bajo nivel educativo.

- Estados Unidos ocupa el tercer lugar entre los principales países en el Índice de Capital Humano. Este índice mide el nivel de conocimientos y habilidades de los trabajadores en función de su educación y experiencia.

### Gráfico 14: Años promedio de escolaridad

Estados Unidos ocupa el primer lugar en cuanto a años promedio de escolaridad entre las principales economías.



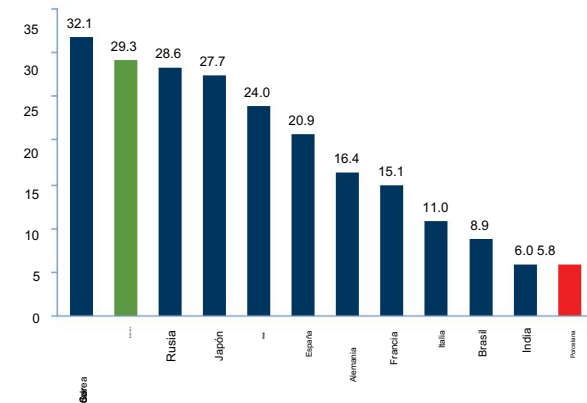
Datos de 2020.

Nota: Los datos del promedio de años de escolaridad se estiman utilizando los supuestos de crecimiento originales entre 2015 y 2020 de Barro-Lee (2015) y los datos de años de escolaridad más recientes para 2015 según lo informado por Barro-Lee (2021).

Fuente: Investment Strategy Group, UNESCO, Naciones Unidas, Barro-Lee.

### Gráfico 15: Porcentaje de la población en edad de trabajar Con educación terciaria completada

La población en edad laboral en los EE. UU. tiene un alto nivel de educación terciaria completa en comparación con otros países.



Datos de 2020.

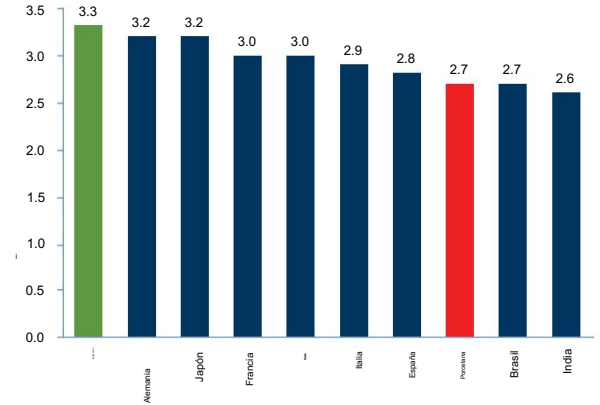
Nota: El porcentaje de la población que ha completado la educación terciaria se estima utilizando los supuestos de crecimiento originales entre 2015 y 2020 de Barro-Lee (2015) y los datos de tasa de finalización más recientes para 2015 según lo informado por Barro-Lee (2021).

Fuente: Investment Strategy Group, UNESCO, Naciones Unidas, Barro-Lee.

La gestión empresarial estadounidense ocupa el primer lugar en un estudio de la Oficina Nacional de Investigación Económica sobre prácticas de gestión en empresas y países (véase el Anexo 16). Los autores citan explícitamente su origen europeo para disipar cualquier duda sobre el sesgo nacional en el análisis, que podría haber distorsionado su conclusión.

### Gráfico 16: Puntuaciones medias de gestión

La gestión empresarial estadounidense ocupa el primer puesto a nivel mundial.



Datos a 2024.

Fuente: Investment Strategy Group, Encuesta de gestión mundial.

#### • Estados Unidos tiene el mayor número de premios Nobel, 425

El Reino Unido ocupa el segundo lugar con más, con 144, seguido de Alemania con 116. China se encuentra entre los países con menos premios, con tres ciudadanos de la República Popular China que recibieron el Premio Nobel cuando vivían en China continental en el momento de su concesión. De los tres premios, uno fue por derechos humanos, otro por literatura y el tercero por un remedio tradicional contra la malaria que ha sido muy eficaz para salvar vidas.

Ningún ciudadano chino residente en China continental ha recibido el Premio Nobel desde 2015.

#### Innovación

Estados Unidos se encuentra entre los tres primeros, y a menudo ocupa el primer puesto, en una serie de métricas de innovación. La riqueza económica, el acceso a grandes cantidades de capital y la calidad del capital humano son los factores clave que contribuyen a la clasificación de Estados Unidos en innovación. • Estados

Unidos gasta alrededor de 940 000 millones de dólares en investigación y... desarrollo (I+D), que es el doble del gasto en I+D del siguiente país, China (véase el gráfico 17).

#### • Estados Unidos ocupa el primer lugar en la clasificación de países críticos y emergentes.

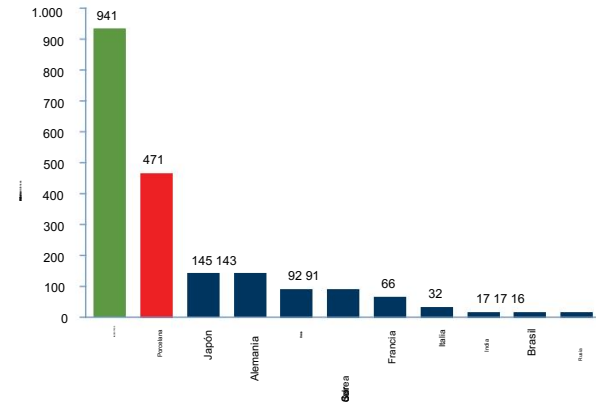
Índice de Tecnologías, una métrica elaborada por el Centro Belfer de la Universidad de Harvard (véase el Anexo 18). Esta métrica evalúa el posicionamiento de 25 países en IA, biotecnología, semiconductores, espacio y cuántica.

China está por detrás de EE. UU. en las cinco categorías, incluidos los semiconductores. La brecha es más estrecha en biotecnología.

Nuestro colega Salveen Richter, analista principal de El sector biotecnológico estadounidense en Goldman Sachs Global

### Gráfico 17: Gasto interno bruto en I+D

Estados Unidos es el país que más gasta en I+D a nivel mundial.

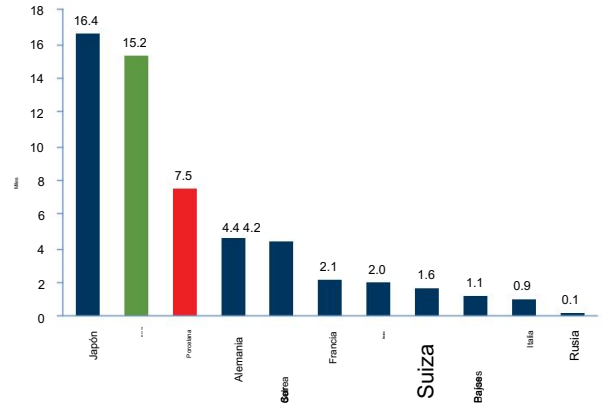


Datos a 2023.

Nota: El gasto en I+D de India y Brasil se muestra a partir de 2020.  
Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, Banco Mundial.

### Anexo 19: Familias de patentes triádicas registradas

Japón y Estados Unidos tienen la mayor cantidad de familias de patentes triádicas registradas.

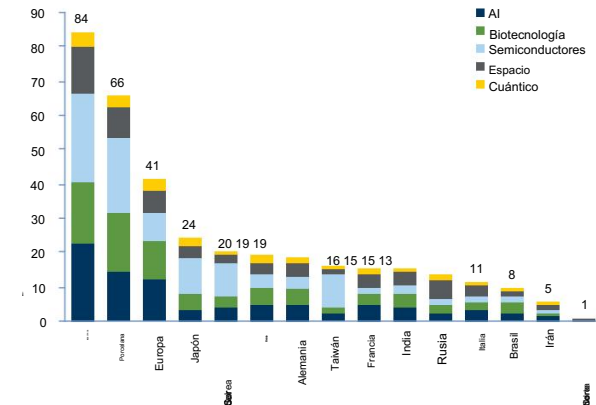


Datos a 2022.

Nota: Mide el número de patentes presentadas en la Oficina Europea de Patentes, la Oficina de Patentes y Marcas de Estados Unidos y la Oficina de Patentes de Japón.  
Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, OCDE.

### Anexo 18: Crítico y emergente Índice de tecnologías

Estados Unidos lidera en todos los sectores del índice.

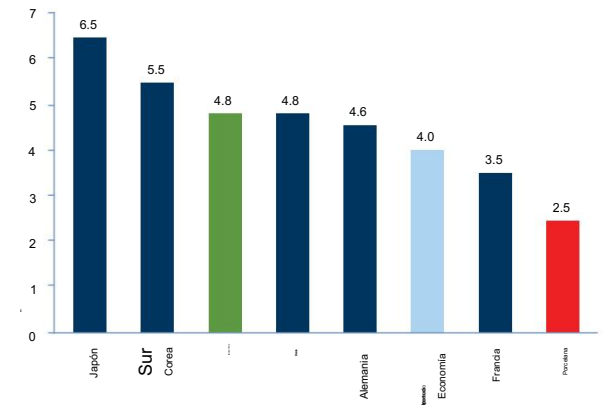


Datos a 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Centro Belfer para la Ciencia y Asuntos Internacionales.

### Gráfico 20: Índice compuesto del sistema de innovación moderno

Estados Unidos ocupa el tercer lugar, después de Corea del Sur y Japón, mientras que China se sitúa muy por debajo del promedio de las economías abiertas.



Datos a 2023.

Fuente: Investment Strategy Group, China Pathfinder, Atlantic Council, Rhodium Group.

Investment Research organizó recientemente un viaje de inversionistas a China para reunirse con empresas biotecnológicas locales. Concluyó que, si bien Estados Unidos aún está muy por delante de China, las empresas biotecnológicas se encuentran en una "curva de innovación pronunciada" para poder competir con Estados Unidos.

- Estados Unidos ocupa el segundo lugar, después de Japón, en cuanto a número de patentes triádicas presentadas (véase el Anexo 19). Utilizamos patentes triádicas, registradas en Europa, Estados Unidos y Japón, como

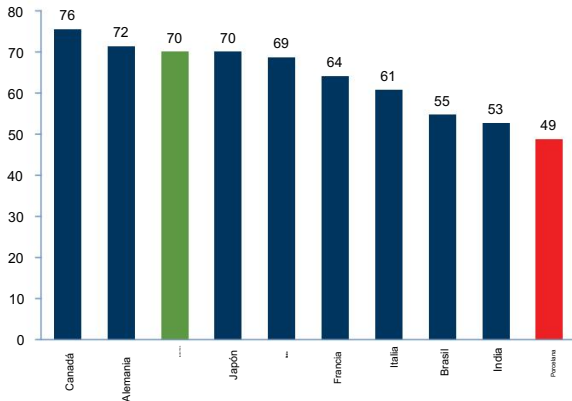
Nuestra métrica, ya que se asocian con las innovaciones más significativas.

El proceso para solicitar simultáneamente estas patentes en tres jurisdicciones es más oneroso que hacerlo en un solo país y protege la innovación en esos tres mercados.

- Estados Unidos ocupa el tercer lugar después de Japón y Corea del Sur en Índice compuesto del sistema de innovación moderno (véase el gráfico 20).

### Gráfico 21: Índice de libertad económica

Estados Unidos ocupa un lugar destacado en el Índice de Libertad Económica.

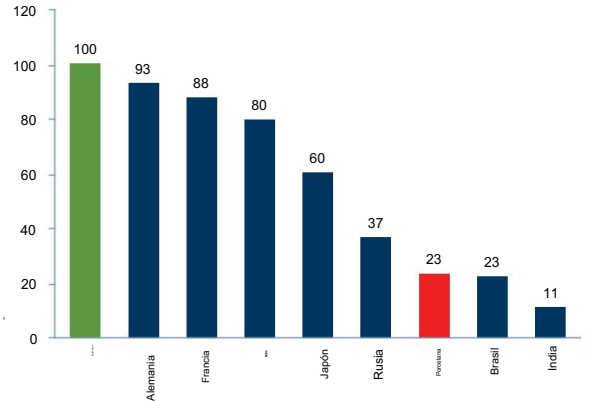


Datos a 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, The Heritage Foundation.

### Gráfico 23: Productividad laboral por hora trabajada

Los trabajadores en Estados Unidos ocupan el primer lugar en productividad laboral.

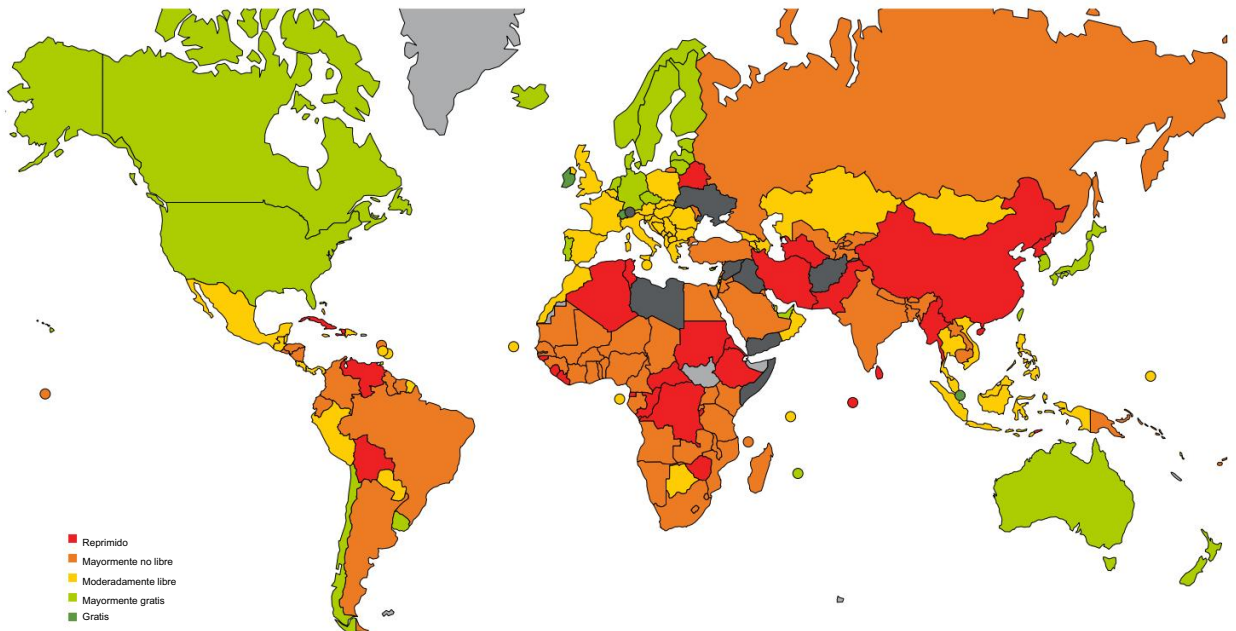


Datos a 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Base de datos de economía total™, Conference Board.

### Gráfico 22: Mapa de calor del índice de libertad económica

Un puntaje alto en el índice generalmente indica un crecimiento duradero y una mayor prosperidad.



Datos a 2025.

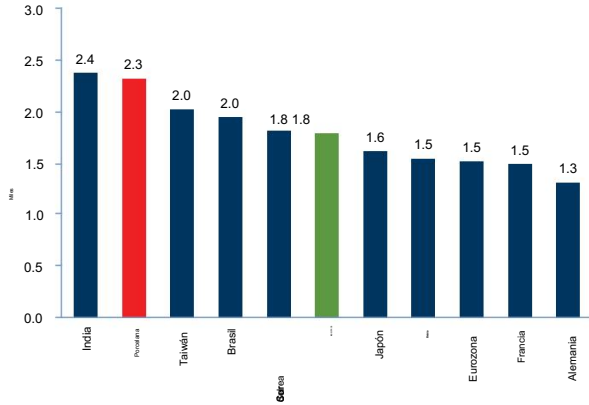
Fuente: Investment Strategy Group, The Heritage Foundation.

Estados Unidos también ocupa un lugar destacado en el Índice de Libertad Económica, elaborado por la Fundación Heritage. Este índice mide el grado de apoyo de los países al libre mercado, el Estado de derecho, la propiedad privada y un gobierno limitado. Una puntuación alta en el índice...

Generalmente apunta a un crecimiento duradero y una mayor prosperidad. Estados Unidos recibió una puntuación de 70 en 2025 y China recibió una puntuación de 49. El mapa de calor proporciona una representación visual útil de la clasificación de los diferentes países (véanse los gráficos 21 y 22).

### Anexo 24: Horas anuales trabajadas por trabajador

Los trabajadores en Estados Unidos trabajan un 35% más que los trabajadores en Alemania y un 20% más que los trabajadores franceses.



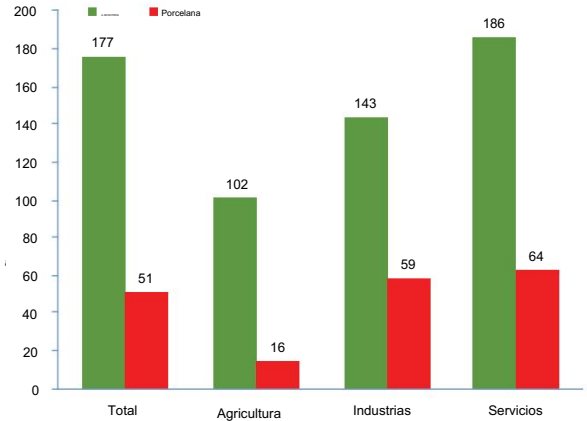
Datos a 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Base de datos de economía total™, Conference Board.

### Gráfico 26: Productividad laboral sectorial de EE. UU. frente a China

China está por detrás de Estados Unidos en todos los sectores.

China está por detrás de Estados Unidos en todos los sectores.



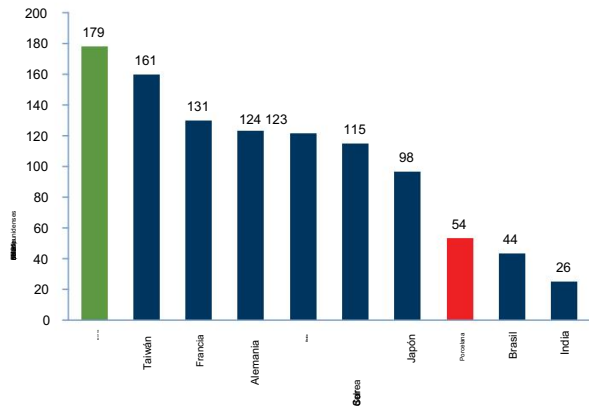
Datos a 2024.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

\* Paridad de poder adquisitivo.

### Gráfico 25: Productividad laboral per cápita Persona empleada

Estados Unidos tiene el nivel más alto de productividad laboral.



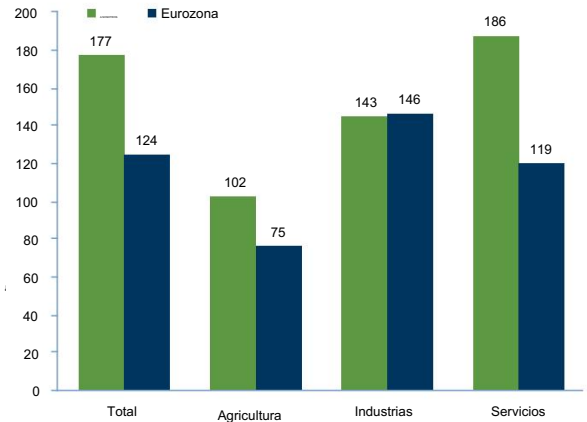
Datos a 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Conference Board.

\* Paridad de poder adquisitivo.

### Gráfico 27: Productividad laboral sectorial de EE. UU. frente a la eurozona

Estados Unidos tiene niveles más altos de productividad laboral en la mayoría de los sectores.



Datos a 2024.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

\* Paridad de poder adquisitivo.

### Productividad

Por lo general, un capital humano sólido y una gestión empresarial de alta calidad, con una fuerte dosis de innovación, resultan en una mayor productividad laboral. Estados Unidos tiene la productividad laboral más alta del mundo; su productividad por hora es superior a la de cualquier otro país. Además, para bien o para mal, su trabajador promedio trabaja más horas que los trabajadores de cualquier otra economía desarrollada y considerablemente más que el promedio francés o...

Trabajador alemán. Una mayor productividad por hora, combinada con jornadas laborales más largas, ha resultado en una productividad laboral de 179.000 dólares por trabajador en Estados Unidos.

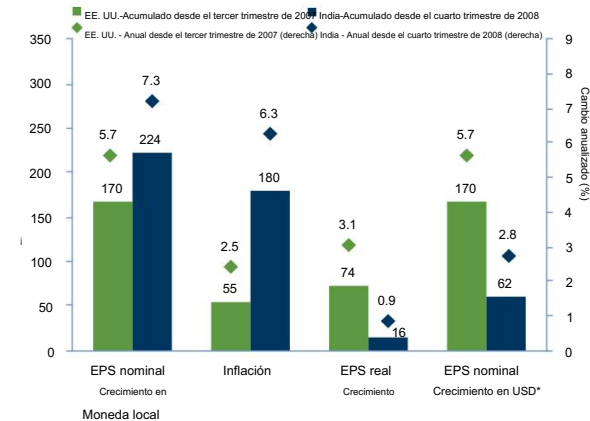
La productividad en los países europeos oscila entre 120.000 y 130.000 dólares por trabajador y en China es de 54.000 dólares por trabajador (véanse los gráficos 23, 24 y 25).

Varios clientes han preguntado si el mayor nivel de productividad laboral en EE. UU. se debe a la productividad en el sector de las tecnologías de la información. La productividad en EE. UU. es superior a esa.

Gráfico 28: Crecimiento de las ganancias por acción (BPA) y la inflación de EE.

UU. vs. India desde el pico anterior a la crisis financiera mundial

El crecimiento de las ganancias por acción (EPS) de la India desde la crisis financiera mundial se ha visto impulsado por una inflación mucho más alta.



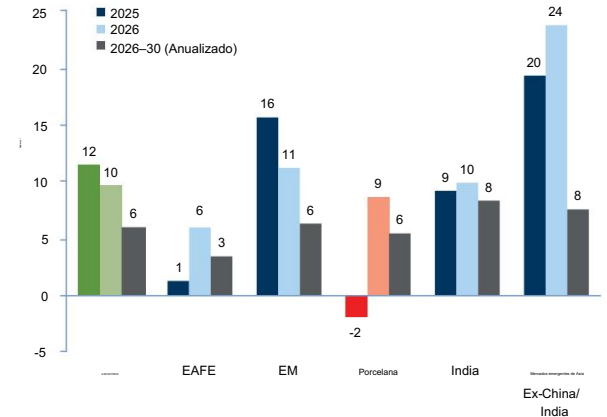
Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

\* Datos desde el pico en el segundo trimestre de 2008 para India.

Gráfico 29: Crecimiento de las ganancias globales

Esperamos que la tasa de crecimiento de EPS de EE. UU. casi duplique la de los mercados desarrollados fuera de EE. UU.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream, FactSet.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

de China en todos los sectores, con la mayor brecha en el sector servicios (véase el Gráfico 26). En comparación con la eurozona, EE. UU. tiene una mayor productividad laboral tanto en la agricultura como en los servicios, y niveles similares en la industria, definida como manufactura y construcción (véase el Gráfico 27).

#### Ganancias y flujos de capital

La combinación de capital humano de alta calidad, innovación respaldada por una extensa riqueza y alta productividad laboral ha llevado a un alto crecimiento de las ganancias por acción, mayores retornos totales y más flujos de capital hacia Estados Unidos.

#### Ganancias

Las empresas estadounidenses han superado ampliamente la rentabilidad de sus contrapartes en países desarrollados y emergentes. El crecimiento del BPA en India se ha ajustado debido a la tasa de inflación mucho más alta que impulsó su crecimiento del BPA y a la significativa depreciación de la rupia (véase el Gráfico 28).

En 2025, las ganancias de Estados Unidos crecieron más rápido que las de la mayoría de las economías desarrolladas, excepto Estados Unidos, y que las de China e India. Sorprendentemente, las ganancias de China disminuyeron aproximadamente un 2,2 %.

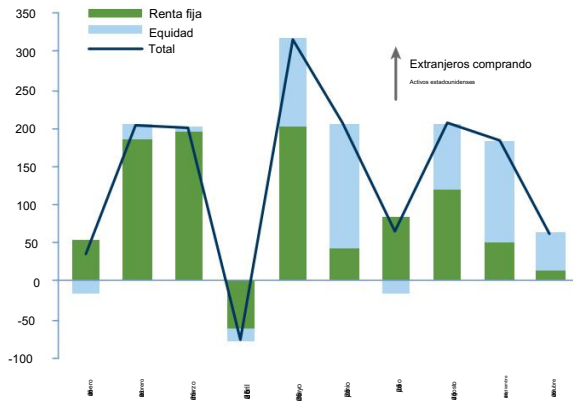
En Europa, España registró sólidos beneficios impulsados por el sector financiero. En los mercados emergentes, Taiwán y Corea obtuvieron resultados especialmente positivos gracias a la fuerte demanda de chips de IA, y los beneficios en los mercados emergentes asiáticos, excluyendo China e India, aumentaron un 21,6 %.

De cara al futuro, creemos que EE. UU. seguirá ofreciendo un crecimiento de las ganancias más estable y fiable. Prevedemos que la tasa de crecimiento del BPA en EE. UU. será casi el doble que la de las economías desarrolladas no estadounidenses en 2026 y durante los próximos cinco años. También prevedemos que la tasa de crecimiento del BPA en EE. UU. será solo ligeramente inferior a la de los países de mercados emergentes (véase el Gráfico 29).

Las empresas estadounidenses han superado en ingresos a sus contrapartes en países desarrollados y de mercados emergentes por un amplio margen.

## Anexo 30: Compras netas extranjeras de EE. UU. Inversiones de cartera

Los aranceles del 2 de abril provocaron un mes de salidas de capitales desde Estados Unidos, tras lo cual se reanudaron las entradas.



Datos hasta octubre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

### Flujos de capital

El rendimiento superior a largo plazo de las acciones estadounidenses, las ganancias subyacentes y el tamaño de los mercados financieros han atraído consistentemente capital de inversión a Estados Unidos.

Hemos recurrido a los destructores de mitos del año pasado para disipar una creencia muy extendida: que los inversores globales están huyendo de los activos estadounidenses en favor de los activos europeos y japoneses debido a las políticas de la administración Trump.

Contrariamente al ruido en torno a los flujos de inversión, los inversores no estadounidenses han invertido cantidades récord en Estados Unidos.

El sistema de Capital Internacional del Tesoro (TIC) proporciona datos mensuales de cartera. Los datos muestran que el Día de la Liberación provocó un mes de salidas de capitales de EE. UU., tras lo cual se reanudaron las entradas. Desde entonces, los flujos totales de cartera hasta octubre, el último mes con datos disponibles,

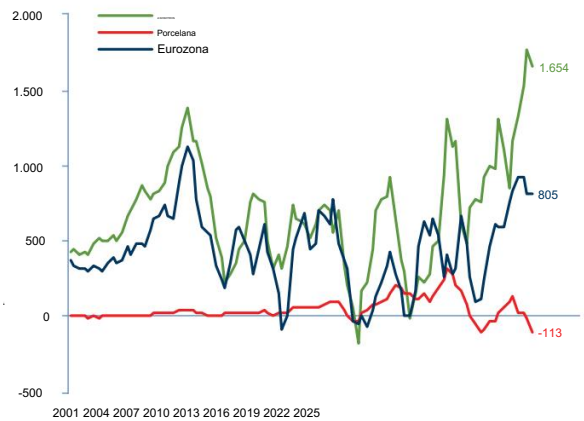
han ascendido a poco más de un billón de dólares (véase el gráfico 30).

Las entradas de cartera en EE. UU. también son las más altas desde 2001, considerando los datos acumulados durante cuatro trimestres consecutivos. En términos absolutos, los flujos de cartera hacia EE. UU. ascendieron a 1,65 billones de dólares, en comparación con los 805 000 millones de dólares que ingresaron en la eurozona y las salidas de China (véase el Gráfico 31).

De manera similar, la inversión extranjera directa (IED) en Estados Unidos mostró un ligero repunte, llegando a los 347 mil millones de dólares, en comparación con los 81 mil millones de dólares en la eurozona y los 74 mil millones de dólares en China, según los datos de la balanza de pagos (véase el gráfico 32).

## Gráfico 31: Flujos netos de cartera del exterior

Los flujos de cartera hacia Estados Unidos fueron de 1,65 billones de dólares en los últimos cuatro trimestres.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

Nota: Los datos del tercer trimestre de 2025 para EE. UU. se estiman utilizando el conjunto de datos mensuales de Capital Internacional del Tesoro (TIC).

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Para brindar algo de contexto, los flujos de cartera acumulados hacia Estados Unidos desde 2001 ascienden a 17,5 billones de dólares, de los cuales casi el 10% se recibió durante los cuatro trimestres que finalizaron en el tercer trimestre de 2025.

La reacción contra los flujos de capital contra el presidente Trump y sus aranceles duró poco.

Según un informe de septiembre de 2025 del McKinsey Global Institute, "The FDI Shake-up: How Foreign Direct Investment Today May Shape Industry and Trade Tomorrow", el ritmo de las entradas de IED a Estados Unidos se ha acelerado significativamente: los flujos anuales promedio casi se duplicaron entre 2022 y mayo de 2025 en comparación con los cinco años anteriores a la pandemia.<sup>18</sup> Las entradas a Estados Unidos han eclipsado el aumento del 43% en Europa y contrastan marcadamente con la disminución del 65% en China.

### "Marca América"

Almar Latour, director ejecutivo de Dow Jones y editor del Wall Street Journal, de origen holandés, escribió recientemente un artículo de opinión en el que expresaba su optimismo de que Estados Unidos, como marca líder, sobrevivirá a la actual reacción negativa en su contra.<sup>19</sup> Destaca las diversas marcas estadounidenses que se han vuelto omnipresentes: Coca-Cola se consume en más de 200 países, Netflix tiene 200 millones de suscriptores fuera de Estados Unidos y "Intensamente 2" de Pixar recaudó casi 1700 millones de dólares en taquilla mundial. Comparte su opinión de que a corto plazo

## Cazadores de mitos

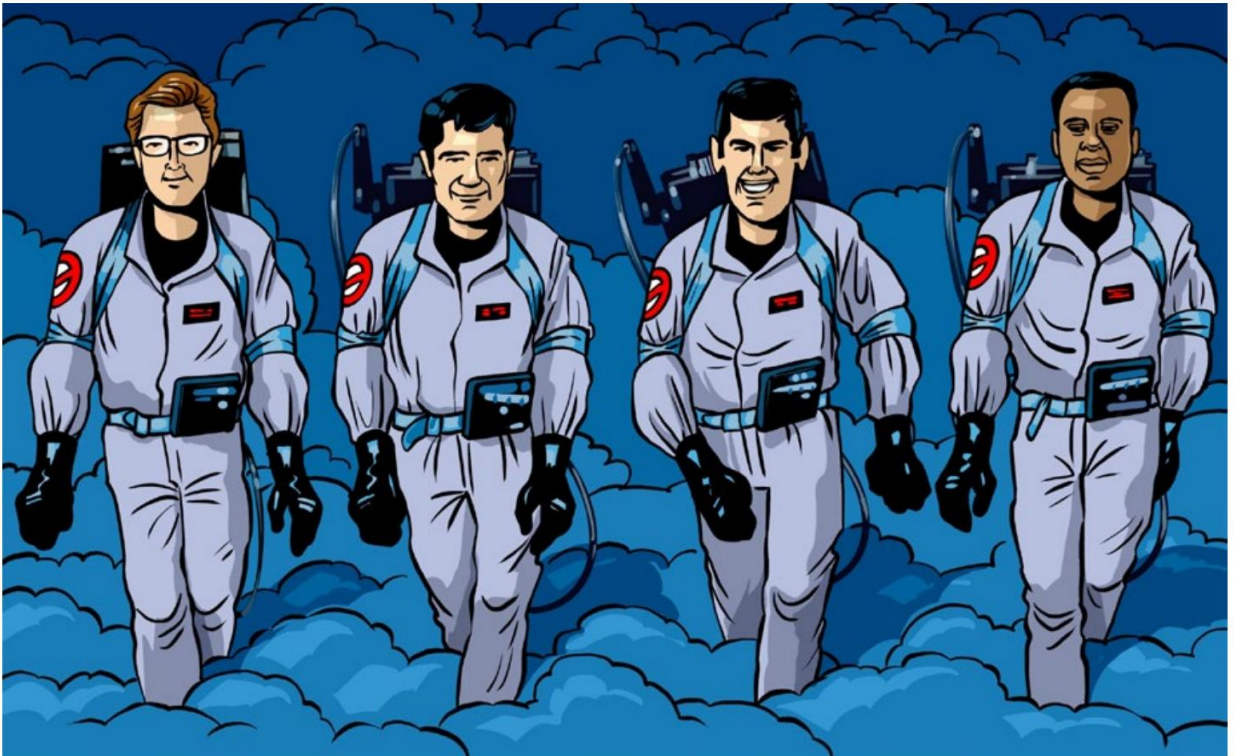
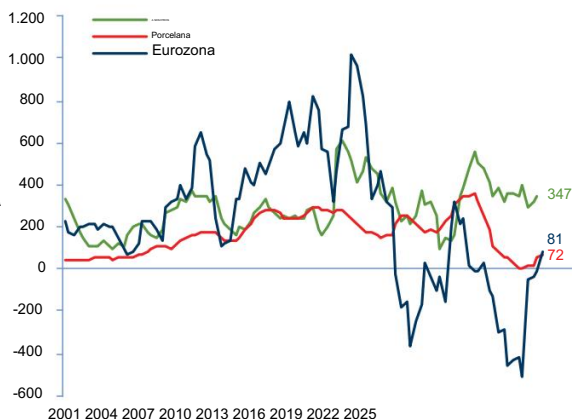


Gráfico 32: Inversión Extranjera Directa (IED) Neta  
Flujos del exterior

Los flujos de IED hacia Estados Unidos siguen siendo fuertes.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

Nota: Los datos de EE. UU. corresponden al segundo trimestre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Las preocupaciones políticas no destruirán la marca estadounidense que se ha estado construyendo "durante la mayor parte de un siglo".

Concluye que Estados Unidos "se reinventa una y otra vez", haciéndose eco de las palabras de Alexis de Tocqueville de que "la grandeza de Estados Unidos no reside en ser más ilustrada que cualquier otra nación, sino más bien en su capacidad para reparar sus defectos".<sup>20</sup>

El ejemplo más reciente de la marca estadounidense es la gira Eras de Taylor Swift. Taylor Swift Touring, la productora de la cantante, informó que la gira vendió poco más de 2 mil millones de dólares en entradas, con 149 conciertos en 51 ciudades. Este nivel de ventas de entradas es el doble de la siguiente gira de conciertos más alta, que fue Music of the Spheres de Coldplay. Gira mundial.<sup>21</sup>

Latour concluye diciendo "nunca apuestes contra Estados Unidos", una de las recomendaciones de inversión más frecuentemente citadas de Warren Buffett.

Ahora analizamos las vulnerabilidades de Estados Unidos, tanto reales como percibidas. Demostramos por qué estas vulnerabilidades no socavarán la arraigada preeminencia estadounidense.

## Vulnerabilidades de Estados Unidos: reales y percibidas

Consideramos tres vulnerabilidades:

- Vulnerabilidades en la cadena de suministro, donde EE. UU. depende en gran medida de los recursos chinos. China ya ha demostrado su disposición a utilizar un recurso: minerales críticos e imanes de tierras raras, como palanca en las negociaciones comerciales con el presidente Trump. • Aumento de la deuda en relación con el PIB y una trayectoria desfavorable si Los déficits no se controlan.
- Amenazas potenciales al estado de derecho y al sistema de controles y equilibrios como base de las fortalezas institucionales de Estados Unidos.

Vulnerabilidades de la cadena de suministro

El "Informe al Congreso 2025" de la Comisión de Revisión Económica y de Seguridad entre Estados Unidos y China analiza tres sectores clave en los que Estados Unidos depende en gran medida de los recursos chinos y un cuarto sector en el que podría llegar a depender en un futuro próximo. Estos sectores son:

- Minerales críticos e imanes de tierras raras, que el informe denomina el "desafío inmediato del cuello de botella".
- Ingredientes farmacéuticos activos (API) y componentes clave materiales de partida (KSM), a los que se hace referencia en el informe como una "vulnerabilidad prolongada"
- Fabricación de placas de circuito impreso, que el informe considera una "vulnerabilidad latente"
- Chips fundacionales, el futuro "punto de estrangulamiento"

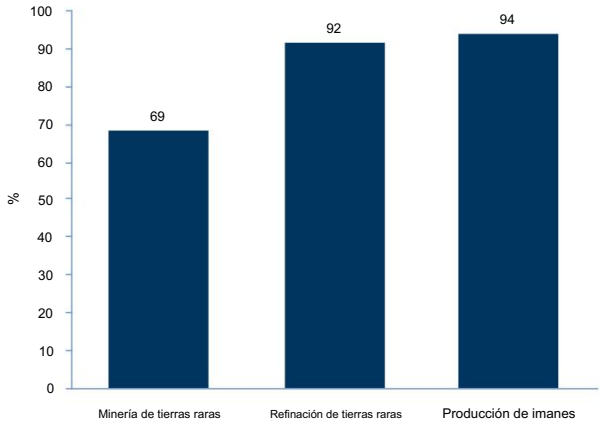
### Minerales críticos e imanes de tierras raras

El control estricto que China ejerce sobre Estados Unidos y el resto del mundo en el suministro de minerales críticos e imanes de tierras raras ha atraído considerable atención desde abril de 2025, cuando China impuso controles a la exportación de dichos recursos en respuesta a los aranceles del Día de la Liberación. El país endureció aún más este control en octubre, cuando sus líderes anunciaron restricciones a la exportación de todos los productos con componentes que contuvieran más del 0,1 % de tierras raras procedentes de China.

Esta no es la primera vez que China aplica controles a la exportación de minerales críticos. En 2010, China suspendió las exportaciones de tierras raras (REE) a Japón tras una colisión entre buques japoneses y chinos cerca de las Islas Senkaku, foco de un conflicto territorial.

## Anexo 33: Cuota de mercado de tierras raras de China

China domina el mercado de elementos de tierras raras.



Datos a 2024.

Fuente: Investment Strategy Group, Goldman Sachs Global Investment Research, AIE.

**Disputa.** En el segundo semestre de 2023, China exigió licencias de exportación para tres minerales críticos (galio, germanio y grafito) y restringió la exportación de cierta tecnología de procesamiento y extracción de minerales como represalia por los controles estadounidenses sobre semiconductores. En 2024 se introdujeron varias restricciones adicionales.

En 2025, las restricciones se ampliaron no solo a una amplia lista de minerales críticos, sino también a la tecnología de baterías, las tecnologías de procesamiento de galio y litio y, más recientemente, en octubre, a los REE más medianos-pesados y a toda la tecnología relacionada para la extracción, procesamiento, fundición, fabricación y reciclaje de REE.

The Economist informó en agosto de 2025 que "a algunas personas con experiencia especial en el campo se les prohíbe viajar al extranjero".<sup>22</sup>

China domina el mercado de tierras raras: tiene una cuota de mercado del 69% Participación en minería, 92% en refinación y 94% en producción de imanes (véase el Anexo 33). También posee las mayores reservas del mundo. La minería fuera de China es limitada: EE. UU. representa el 12% de la participación mundial, Myanmar el 8% y Australia el 3%.

Las aplicaciones de los minerales críticos y los imanes de tierras raras son extensas. Incluyen láseres, catalizadores, metalurgia, vidrio, cerámica, discos duros, altavoces, micrófonos, barras de control de reactores nucleares, LED y...

The Economist informó en agosto de 2025 que "a algunas personas con experiencia especial en el campo se les prohíbe viajar al extranjero".

Pantallas LCD, gafas de visión nocturna, sistemas navales y aeroespaciales, armas guiadas de precisión y comunicaciones resistentes a interferencias.

El mismo Informe al Congreso de 2025 afirma que el Departamento de Defensa de EE. UU. (DOD) depende en gran medida de minerales críticos para sus sistemas de armas. De las seis fuerzas armadas, la Armada es la que más depende de China; casi el 92 % de sus sistemas de armas utilizan estos minerales críticos.

Nos resulta difícil creer que el más letal de los submarinos de ataque estadounidenses, la variante más nueva de la clase Virginia con las características más avanzadas, dependa de minerales críticos chinos.

El 1 de noviembre de 2025, China acordó una pausa temporal de algunas —pero no todas— las restricciones impuestas desde diciembre de 2024 durante un año.

Una prohibición de las exportaciones de minerales críticos e imanes de tierras raras representaría una amenaza significativa para la preeminencia, la economía y la seguridad nacional de Estados Unidos. Pero sería igualmente perjudicial para la economía mundial, incluida la china.

Para ser efectiva, la prohibición tendría que ser global o, al menos, dirigida a los aliados occidentales, a fin de evitar que los minerales críticos y los imanes de tierras raras lleguen a Estados Unidos en un mundo globalizado y poroso. Dicha prohibición provocaría una escalada de las guerras comerciales, lo que a su vez perjudicaría las exportaciones chinas en un momento en que China depende de las exportaciones como motor de crecimiento. Las exportaciones totales a Estados Unidos, la eurozona, el Reino Unido, Canadá y Australia representan el 6,5 % del PIB de China. El crecimiento de China se estancaría ante cualquier caída significativa de sus exportaciones.

El secretario del Tesoro de Estados Unidos, Scott Bessent, advirtió que China puede usar el acceso a minerales críticos como herramienta coercitiva solo por un corto tiempo: no más de 24 meses.<sup>23</sup> Siendo realistas, es poco probable que Estados Unidos y sus aliados occidentales puedan eliminar su dependencia de la cadena de suministro china tan pronto.



USS Indianapolis, una variante avanzada de la clase Virginia, el más letal de los submarinos de ataque estadounidenses.



Mina de tierras raras y planta de procesamiento Mountain Pass en el condado de San Bernardino, California. Crédito de la foto: Tmy350 - Trabajo propio, CC BY-SA 4.0

Hay 11 empresas no chinas destacadas que participan en la cadena de suministro de minerales críticos e imanes de tierras raras. Entre ellas se incluyen las siguientes:

Tres empresas con sede en EE. UU., la más importante de las cuales opera la mina Mountain Pass en California, la única mina y planta de procesamiento de tierras raras del país. El Departamento de Defensa se convertirá en el mayor accionista de la empresa y proporcionará financiación y compromisos de compra a largo plazo para construir una cadena de suministro nacional de imanes de tierras raras. Hay otras dos empresas mucho más pequeñas: una fabricante de imanes y la otra minera de uranio que busca expandirse al procesamiento de tierras raras.

- Una empresa con sede en Australia, que tiene operaciones en Australia y Malasia y es el único productor importante de tierras raras fuera de China.
- Una empresa en Brasil ha estado produciendo Tierras raras desde principios de 2024, respaldadas por la Corporación Financiera de Desarrollo de EE. UU. Su producción se envía a China para su procesamiento.
- Una empresa canadiense ha firmado un acuerdo de compraventa de 10 años con otra firma que construye una planta de reciclaje y refinación de tierras raras en Francia.
- Una empresa francesa operaba una de las mayores instalaciones de procesamiento y separación del mundo antes de que China comenzara a dominar el mercado con precios más bajos. La empresa inició una producción modesta en 2025 y espera satisfacer el 30% de la demanda europea de óxidos de tierras raras para 2030.

El Secretario Bessent tenía razón al decir que China cometió un "verdadero error" al alertar a todos sobre el peligro de depender del país para obtener minerales críticos y tierras raras.<sup>24</sup> Esta es una vulnerabilidad de Estados Unidos a mediano plazo, ya que tanto los sectores público como privado de los aliados occidentales trabajan para reducir la dependencia de China.



Portada de The Economist , noviembre de 2025.

El calendario, sin embargo, es muy incierto:

- Nicholas Robinson, director ejecutivo sénior de Cerberus Capital Management y jefe global de minerales críticos y materiales de batería, responsable de la inversión de Cerberus en Torngat, espera que Torngat produzca y separe parcialmente tierras raras pesadas para 2029.
- Lachlan Nieboer, asociado sénior de investigación especializado en minerales críticos en 13D, una firma global de investigación y estrategia, espera que el suministro occidental satisfaga toda la demanda occidental entre 2031 y 2034.
- Paul Young, director ejecutivo de investigación de metales y minería en Goldman Sachs Global Investment Research, espera que las nuevas instalaciones magnéticas estén disponibles a partir de 2027, pero la refinación no estará fácilmente disponible hasta después de 2030.

#### Ingredientes farmacéuticos activos y

#### Materiales de partida clave

Estados Unidos y el resto del mundo también dependen en gran medida de China para obtener API y KSM, ingredientes esenciales para medicamentos como los antibióticos. La calidad de los datos necesarios para determinar la magnitud exacta de esta dependencia es deficiente. La Administración de Alimentos y Medicamentos (FDA) no dispone de información sobre el volumen real de las importaciones de API, directas e indirectas, de países extranjeros.<sup>25</sup>

Rosemary Gibson, asesora principal del Hastings Center y ganadora del máximo honor de la American

La Asociación de Escritores Médicos y Janardan Prasad Singh, asesor económico del Banco Mundial, creen que

La opacidad de los datos se debe en parte a que los fabricantes y distribuidores han logrado mantener en secreto el país de origen.

Sugieren que las compañías farmacéuticas quieren ocultar esta información a los estadounidenses porque solo el 6 % de los estadounidenses confía en la seguridad de los medicamentos fabricados en China. <sup>26</sup>

Aproximadamente el 90 % de las recetas en EE. UU. corresponden a medicamentos genéricos, y estos dependen en gran medida de API y KSM importados. En un informe del Brookings Institution del 28 de julio de 2025, "Exposición de la cadena de suministro de medicamentos de EE. UU. a China", Marta Wosinska y Yihan Shi estiman que aproximadamente el 25 % de los API utilizados en medicamentos genéricos se obtienen en China directamente o indirectamente a través de la India.<sup>27</sup> El informe también sugiere que existe una dependencia adicional de China para materiales de producción, como reactivos, disolventes, procesos de fermentación y procesos de fluoración.

Además, Estados Unidos depende de medicamentos que se cree que provienen exclusivamente de China. Entre ellos se incluyen ciertos antibióticos, medicamentos contra el cáncer, anestésicos, medicamentos contra la gripe, medicamentos para la insuficiencia cardíaca y medicamentos que dilatan las vías respiratorias.

Los datos sobre los KSM son aún más turbios. El Informe de 2025 de la Comisión de Revisión Económica y de Seguridad EE. UU.-China al Congreso estima que entre una cuarta parte y la mitad de los medicamentos genéricos estadounidenses contienen API desarrollados con KSM chinos.



Portada del libro, China Rx: Exponiendo los riesgos de la dependencia de Estados Unidos de China para la medicina.

La vulnerabilidad de Estados Unidos ante una restricción china a las exportaciones de productos farmacéuticos es enorme. Gibson y Singh la han calificado de "riesgo de proporciones épicas".

Si bien es muy poco probable que China use su dominio en API y KSM como palanca en negociaciones comerciales y guerras arancelarias, el "Informe al Congreso 2025" cita ejemplos en los que "comentarios sobre políticas chinas" y académicos chinos se han referido a este dominio como una fuente potencial de palanca.

Li Daokui, economista chino y profesor de la Universidad de Tsinghua, declaró en 2020: «Estamos a merced de otros en lo que respecta a los chips de computadora, pero somos el mayor exportador mundial de materias primas para vitaminas y antibióticos. Si reducimos las exportaciones, los sistemas médicos de algunos países occidentales no funcionarán bien». 28

Siendo realistas, la probabilidad de que China utilice esta influencia durante una guerra cinética o un bloqueo a Taiwán no es cero, aun cuando los costos reputacionales y económicos a largo plazo serían perjudiciales para China.

El presidente Trump, en su primer mandato, el presidente Joseph Biden, durante el suyo, y el presidente Trump, en su segundo mandato, han emitido una serie de órdenes ejecutivas y promulgado leyes para reducir esta dependencia. Hasta el momento, no se han tomado medidas significativas.

El aumento de la deuda respecto del PIB no es una vulnerabilidad inmediata

La trayectoria ascendente de la deuda sobre el PIB ha sido motivo de preocupación desde que esta aumentó del 35% antes de la crisis financiera mundial al 61% en 2010. Esto fue resultado de las diversas medidas de estímulo fiscal implementadas para impulsar la economía tras la profunda recesión posterior a la crisis financiera mundial. Nuestra Perspectiva anual para 2011, Mantener el rumbo, se centró en el perfil fiscal de EE. UU. y destacó la trayectoria de la deuda como una posible falla estructural.

Las presiones para abordar el problema se agudizaron en 2011 durante la crisis del techo de la deuda que condujo a la Ley de Control Presupuestario (LCP) del 2 de agosto de 2011. Se proyectaba que la LCP reduciría el déficit en aproximadamente 2 billones de dólares en 10 años; sin embargo, S&P rebajó la calificación crediticia soberana estadounidense de AAA a AA+ el 5 de agosto. Cabe destacar que, desde entonces, el S&P 500 se ha multiplicado por casi seis, con una rentabilidad anualizada del 13%. La rebaja no tuvo impacto.

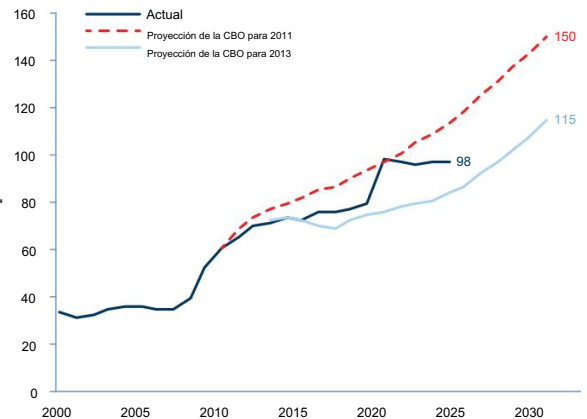
El precipicio fiscal de 2012, en el que una combinación de recortes de impuestos que expiraban y recortes automáticos del gasto amenazó con llevar la economía de nuevo a la recesión, condujo a la Ley de Alivio al Contribuyente Estadounidense (ATRA) de 2012, que generó un ahorro adicional de aproximadamente 650 000 millones de dólares. Ambas

leyes juntas ayudaron a reducir la trayectoria proyectada de la deuda respecto del PIB en un 35%.

Gráfico 34: Trayectoria de la deuda estadounidense respecto del PIB.

Proyecciones anteriores de la CBO

Las leyes del Congreso ayudaron a reducir la trayectoria proyectada de deuda respecto del PIB en 35 puntos porcentuales para 2030.



Datos hasta 2024. Proyecciones hasta 2030.

Nota: Las trayectorias son estimaciones de la CBO para 2011 y 2013.

Fuente: Investment Strategy Group, CBO.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

puntos porcentuales para 2030 (la brecha entre la línea roja punteada y la línea azul clara en el Gráfico 34).

La pandemia de COVID-19 asestó otro golpe a la trayectoria de la deuda sobre el PIB. La ratio se disparó del 79% al 99% durante la pandemia, como lo muestra la línea azul continua del Gráfico 34.

La relación deuda/PIB se había estabilizado durante algunos años, pero se esperaba que aumentara al 117% en 2034 con el supuesto de que se permitiera que expiraran los recortes de impuestos de la Ley de Reducción de Impuestos y Empleos de fines de 2017.

Mientras tanto, Moody's también rebajó la calificación crediticia soberana de Estados Unidos de Aaa a Aa1 el 16 de mayo de 2025.

Con la Ley One Big Beautiful Bill del 4 de julio de 2025, esperamos que la relación deuda/PIB aumente al 120% para 2034. Esta trayectoria supone ingresos provenientes de una tasa arancelaria efectiva del 15%.

A continuación, abordamos cuatro preguntas principales para demostrar que esta trayectoria de deuda/PIB no representa una vulnerabilidad real para los próximos cinco años:

- ¿Dónde se encuentra el nivel en el que la relación deuda/PIB ya no es sostenible y Estados Unidos cae en una espiral descendente: se necesitan más impuestos para pagar la deuda y, al aumentar los impuestos, la economía se desacelera, lo que a su vez requiere aún más subidas de impuestos?
- ¿Cuáles son los principales factores económicos y del mercado financiero que podrían frenar esta tendencia?

## PERSPECTIVAS 2026

- ¿Cuáles son algunas medidas políticas específicas que podrían
  - ¿Reducir la trayectoria de la deuda?
- ¿Existe un punto de inflexión en el cual los inversores en bonos del Tesoro estadounidense exigirán una prima considerablemente mayor por poseer deuda estadounidense?

## Niveles insostenibles de deuda respecto del PIB

Intentar identificar un nivel específico en el que la relación deuda/PIB de EE. UU. ya no sea sostenible es un proceso inherentemente defectuoso. Los modelos están plagados de salvedades y suposiciones.

Además, shocks inesperados como una pandemia, una guerra o un aumento sustancial de la productividad gracias a la IA pueden alterar significativamente el punto de inflexión. Además, nadie sabe dónde exigirán los inversores una prima de riesgo significativamente mayor para adquirir bonos del Tesoro estadounidense.

Sin embargo, creemos que es útil contar con indicadores que muestren que el nivel actual de deuda/PIB no representa una vulnerabilidad a corto plazo. Sin embargo, también necesitamos indicadores para saber cuándo podría convertirse en una vulnerabilidad real si no se logran avances en los próximos siete a diez años.

El modelo presupuestario de Penn Wharton estima que la relación deuda/PIB será insostenible en algún punto entre el 175% y el 200%.<sup>29</sup> El FMI estima un nivel insostenible de deuda/PIB de entre el 160% y el 183%.<sup>30</sup> Mostramos el punto medio de cada uno de estos dos rangos en el Gráfico 35.

Como se mencionó anteriormente, prevemos que la relación deuda/PIB alcance el 120% para 2034, muy lejos del límite inferior de las estimaciones de Wharton y el FMI. Estimamos que la relación deuda/PIB alcanzará el 160%, el límite inferior de la banda del FMI.

para el año 2055, en ausencia de choques adversos.

## Factores impulsores del mercado económico y financiero

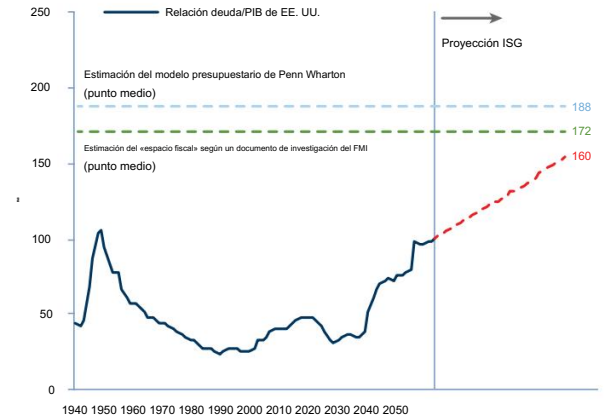
David Mericle, economista jefe para EE. UU. de Goldman Sachs GIR, utiliza simulaciones estocásticas para determinar la probabilidad de alcanzar un nivel insostenible de deuda/PIB. Él y su equipo asumen que cada aumento de un punto porcentual en la deuda/PIB incrementa las tasas de interés del Tesoro en un punto básico. Consideran diferentes supuestos sobre el superávit primario máximo (el superávit presupuestario excluyendo el gasto por intereses de la deuda pública) que podría mantenerse en el futuro.

La conclusión más importante de su análisis es que el gobierno no debe retrasar la reducción del déficit.

Esto se debe a que, si los mercados aciertan sobre las tasas de interés futuras, la probabilidad de alcanzar un nivel insostenible de deuda ya es considerable y aumentará significativamente si se retrasa la consolidación fiscal. Por ejemplo, suponiendo una tasa primaria máxima sostenible

## Gráfico 35: Relación deuda/PIB de EE. UU. vs. Niveles potencialmente insostenibles

La relación deuda-PIB de Estados Unidos todavía parece estar lejos de niveles potencialmente insostenibles.



Datos hasta 2024. Proyección hasta 2055.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics, CBO, Penn Wharton Budget Model, Nota de posición del personal del FMI: D'Ostry et al. (2010).

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Con un superávit del 1%, una tasa de interés nominal del 4% y un crecimiento nominal del PIB del 4%, el riesgo de alcanzar una relación deuda/PIB insostenible superará el 60% si el gobierno no aborda el déficit durante la próxima década. Sin embargo, estas conclusiones son bastante sensibles incluso a cambios moderados en los supuestos clave.

En ISG, también preferimos usar un modelo estocástico. En nuestro caso base, asumimos que el déficit presupuestario primario se mantendrá en torno al nivel actual del 3,5 % del PIB para el año.

próximos siete años—no esperamos ningún cambio en la administración actual ni en la próxima administración.

Políticas fiscales. Suponemos que después del séptimo año, cuando el fondo fiduciario de Medicare podría llegar a la insolvencia, el saldo presupuestario primario se convertirá en un superávit del 1,5 % del PIB durante los cinco años siguientes. En consonancia con nuestros colegas de GIR, suponemos que cada aumento de un punto porcentual en la relación deuda/PIB aumenta las tasas de interés en 1 pb. También suponemos que las tasas de interés comienzan un 0,75 % por debajo del crecimiento nominal del PIB, aproximadamente en línea con los niveles actuales. Realizamos 10 000 simulaciones. En nuestro caso base, la relación deuda/PIB es sostenible en el 80 % de nuestros simulaciones e insostenible en un 20%.

A continuación, volvemos a ejecutar simulaciones con diferentes supuestos para determinar qué factores tienen el mayor impacto en la reducción de la probabilidad de alcanzar un nivel insostenible de deuda/PIB. El factor más importante que encontramos es el nivel de las tasas de interés en relación con el crecimiento del PIB nominal.

## Gráfico 36: Políticas e impacto de la deuda sobre el PIB

Destacamos algunas de las políticas clave que podrían tener un impacto material en la reducción de la relación deuda/PIB de EE.UU.

Área de Presupuesto	Política	10 años Impacto de la deuda (% PIB)
Impuesto individual	Volver al ingreso individual anterior a la TCJA tasas impositivas	-10
Impuesto individual	Impuesto al patrimonio de los ultramillonarios (2% sobre 50 millones de dólares, 3% sobre 1.000 millones de dólares)	-7
Otros impuestos	Promulgar un IVA del 5%	-7
Seguridad Social	Incrementa la tasa del impuesto sobre la nómina en un 1%	-4
Seguridad Social	Las ganancias superiores a \$400,000 están sujetas al impuesto sobre la nómina	-3
Impuesto individual	Fin de la deducción SALT	-3
Otros discrecionales	Limitar el crecimiento anual del gasto discrecional no relacionado con defensa al 1% (frente al valor base de ~2%)	-2
Seguridad Social	Crecimiento lento de los beneficios para el 50% superior de los que ganan (aumentan con los precios en lugar de los salarios)	-1
Seguridad Social	Aumentar la edad normal de jubilación a 70 años	-1
Cuidado de la salud	Reducir los costos de los medicamentos recetados	-1
Otros discrecionales	Reducir el costo de la fuerza laboral federal (reducir el aumento salarial en un 0,5%, reducir la fuerza laboral en un 10%)	-1

Datos a 2025.

Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, Comité para un Presupuesto Federal Responsable.

Si las tasas de interés comienzan un 2% más bajas que el crecimiento del PIB nominal, la probabilidad de alcanzar un nivel de deuda/PIB insostenible disminuye del 20% al 6%.

Es muy interesante que el presidente Trump se haya centrado en tasas de interés más bajas para impulsar el crecimiento más que todas las demás políticas fiscales o monetarias.

Reducir el déficit primario de su nivel actual del 3,5% al 1% durante los próximos siete años reduce la probabilidad de una deuda insostenible del 20% al 13%. Un déficit primario más bajo es beneficioso, pero no tanto como la combinación de tasas de interés más bajas y un crecimiento más rápido del PIB. Sin embargo, el déficit es algo que el Congreso y el gobierno pueden controlar.

Los mercados determinarán la trayectoria de las tasas de interés de los bonos del Tesoro; la Reserva Federal solo puede controlar la tasa de los fondos federales. Y nadie puede anticipar recesiones, pandemias ni shocks geopolíticos que puedan afectar negativamente la trayectoria de la deuda respecto del PIB.

Tampoco sabemos en qué medida la IA puede mejorar la tasa de crecimiento tendencial de la economía estadounidense.

Dadas las probabilidades distintas de cero de estar en una trayectoria de deuda/PIB insostenible incluso con tasas de interés favorables y tasas de crecimiento del PIB razonables, esperamos que el Congreso y cualquier administración consideren e implementen algunos cambios de política, como lo han hecho en el pasado.

## Cambios de política diseñados para reducir la trayectoria de la deuda

El Comité para un Presupuesto Federal Responsable (CRFB) estima el impacto de casi 100 medidas políticas diferentes en los niveles de deuda/PIB para 2035 y 2050. El modelo que utiliza es interactivo; los usuarios pueden ajustar los ingresos y gastos en defensa, gasto interno, gasto en salud, Seguridad Social, educación, infraestructura, investigación, tasas de impuesto sobre la renta y otros impuestos como el impuesto de sociedades, el impuesto al valor agregado y el impuesto al patrimonio. Es una herramienta poderosa, y los clientes pueden usarla para comprender mejor las prioridades para reducir la deuda/PIB. El modelo está disponible gratuitamente en el sitio web del CRFB.

Utilizando esta herramienta, destacamos en el Gráfico 36 algunas de las políticas clave que podrían tener un impacto significativo en la reducción de la deuda respecto del PIB. Las seleccionamos con base en lo que consideramos más probable que se considere en los próximos años. Por ejemplo, no incluimos el recorte del presupuesto de defensa como un posible cambio de política en el contexto geopolítico actual.

Hemos incluido la medida de política de reducir la plantilla federal en un 10% y los aumentos salariales en un 0,5% para ofrecer una perspectiva sobre los objetivos poco realistas de reducción de costos de DOGE. Según el CRFB, esta medida reduciría la deuda en 200 000 millones de dólares y la relación deuda/PIB en un punto porcentual para 2035.

## El punto de inflexión

No sabemos —y no creemos que nadie más lo sepa— el punto de inflexión en el que la relación deuda/PIB conducirá a una prima de riesgo mucho más alta en los títulos del Tesoro estadounidense y los inversores exigirán rendimientos mucho más altos. Sabemos que los inversores no se han preocupado sobre los niveles actuales de deuda en relación al PIB, ni tampoco parecen preocupados por su trayectoria futura, según las seis observaciones siguientes.

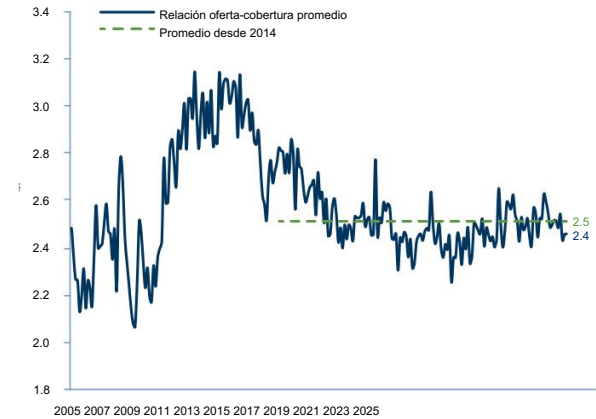
En primer lugar, la demanda de bonos del Tesoro estadounidense a 2, 5, 10 y 30 años no se ha debilitado debido a la demanda de las subastas. La relación oferta-cobertura promedio, que mide el importe total en dólares de las ofertas recibidas en una subasta en relación con el importe total en dólares de las ofertas aceptadas por el Tesoro, se ha mantenido relativamente constante y se encuentra ligeramente por debajo de su promedio desde 2014 (véase el Gráfico 37).

En segundo lugar, existe un indicador que mide la preocupación del mercado sobre un país en particular, basado en la frecuencia con la que todos los activos (divisas, acciones y bonos) caen simultáneamente. Este indicador ha estado disminuyendo en EE. UU. y se encuentra sustancialmente por debajo de los niveles de Francia, Italia, el Reino Unido y Japón (véase el Gráfico 38).

PERSPECTIVAS 2026

Gráfico 37: Promedio de oferta a oferta de bonos del Tesoro de EE. UU. Relación de cobertura

La relación oferta-cobertura media se ha mantenido relativamente constante y está ligeramente por debajo de su media desde 2014.



Datos hasta octubre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

En tercer lugar, las acciones estadounidenses se encuentran en máximos históricos, y si bien el dólar estadounidense ha caído alrededor de un 11 % desde su máximo de 2025, esta caída prácticamente revirtió las ganancias anteriores. Si los inversores estuvieran preocupados por la inminente crisis fiscal en Estados Unidos, las acciones y el dólar estadounidenses estarían sustancialmente más bajos.

En cuarto lugar, se prevé que la carga del gasto de intereses ajustado a la inflación como porcentaje del PIB sea menor que los niveles observados en los años 1980 y principios de los años 1990. Actualmente se sitúa en el 0,7% (véase el gráfico 39).

En quinto lugar, los bonos del Tesoro estadounidense han sido una cobertura más eficaz contra las caídas del mercado de valores que los bonos alemanes o británicos, y los flujos de cartera extranjeros hacia los bonos estadounidenses han continuado, como se mencionó anteriormente.

Finalmente, la preeminencia estadounidense le otorga ciertos privilegios de financiamiento estructural. En 1965, Valéry Giscard d'Estaing, entonces ministro de finanzas de Francia y posteriormente presidente de Francia, se refirió al "privilegio exorbitante" del que disfrutaba Estados Unidos debido a la posición dominante del dólar. En un reciente documento de trabajo de la Oficina Nacional de Investigación Económica, "Privilegio exorbitante y la sostenibilidad de la deuda pública estadounidense", Jason Choi et al. estiman que este privilegio aumenta la capacidad de endeudamiento de Estados Unidos en equilibrio en aproximadamente un 22 % del PIB.<sup>31</sup>

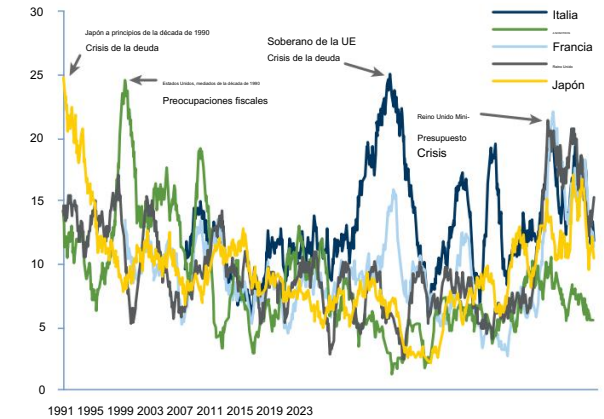
Estamos lejos del punto de inflexión.

Razones para el optimismo

Como mencionamos al principio de esta Perspectiva, la historia es una guía útil. La historia ha demostrado que tanto el Congreso como el poder ejecutivo han abordado déficits crecientes en el pasado.

Anexo 38: Frecuencia de días en que la moneda, Las acciones y los bonos caen simultáneamente

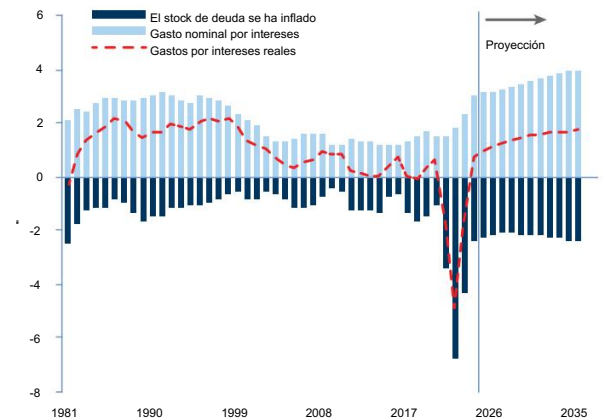
Este indicador ha ido disminuyendo en Estados Unidos y está sustancialmente por debajo del de Francia, Italia, el Reino Unido y Japón.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.  
Nota: El rendimiento de los bonos se basa en el cambio en los rendimientos de los bonos gubernamentales a 10 años. El rendimiento de las acciones se basa en los índices FTSE MIB (Italia), S&P 500 (EE. UU.), CAC 40 (Francia), FTSE All Share (Reino Unido) y Nikkei 225 (Japón). La frecuencia se calcula sobre periodos consecutivos de un año.  
Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.  
El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

Anexo 39: Gasto por intereses reales como Participación en el PIB

Se prevé que el gasto real en intereses como porcentaje del PIB será inferior a los niveles observados en los años 1980 y principios de los años 1990.

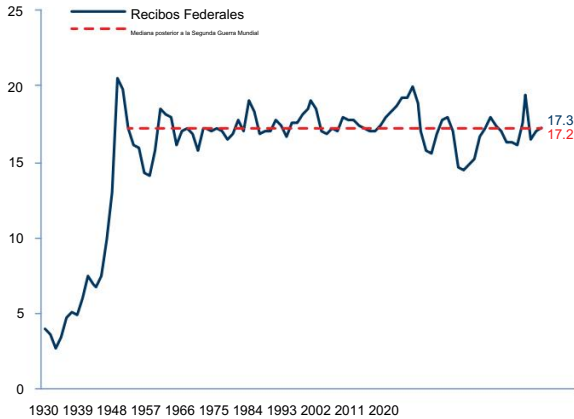


Datos hasta 2024. Proyección hasta 2035.  
Nota: Las proyecciones se basan en el escenario base de la CBO a enero de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, CBO.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

## Gráfico 40: Ingresos federales como porcentaje del PIB

Estados Unidos tiene la capacidad de recaudar ingresos a nivel federal.



Datos a 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, CBO, Departamento del Tesoro de EE. UU.

La Comisión Simpson-Bowles y el Grupo de los Seis fueron iniciativas bipartidistas para abordar el deterioro del perfil fiscal de Estados Unidos tras la crisis financiera mundial. El presidente Barack Obama firmó una orden ejecutiva que establecía la Comisión Nacional de Responsabilidad Fiscal y Reforma en 2010.

Fue presidido por el senador Alan Simpson (repblicano de Wyoming) y el exjefe de gabinete de la Casa Blanca, Erskine Bowles (demócrata de Carolina del Norte). Si bien su plan de reducción del déficit de 4 billones de dólares hasta 2020 no fue adoptado, sentó las bases para la BCA y la ATRA, ya mencionadas.

Nota al margen: ISG tuvo el gran privilegio de organizar una llamada con el difunto senador Simpson en 2011 para analizar las perspectivas fiscales. Simpson falleció el 14 de marzo de 2025.

Esperamos que con el tiempo un grupo bipartidista de senadores y congresistas emprenda esfuerzos similares. No somos optimistas y reconocemos que tales esfuerzos no serán perfectos.

Considere el Caucus de Solucionadores de Problemas de la Cámara de Representantes como un ejemplo de esfuerzo bipartidista para superar la polarización política y abordar problemas nacionales clave. Este grupo se fundó oficialmente en 2014. Sus miembros cuentan con experiencia laboral en los sectores público y privado, muchos poseen títulos avanzados de importantes instituciones académicas de Estados Unidos y algunos cuentan con una extensa trayectoria militar.

Otro ejemplo es el For Country Caucus, un grupo bipartidista que incluye a miembros veteranos militares del Congreso cuya misión es trabajar juntos más allá de las líneas partidarias y abogar por un Congreso menos polarizado.

Actualmente representan alrededor del 8% de la Cámara de Representantes.<sup>32</sup>

También somos optimistas porque el gobierno estadounidense siempre ha respondido bien bajo presión. Se prevé que el Fondo Fiduciario de la Seguridad Social se declare insolvente a finales de 2032 y el Fondo de Seguro Hospitalario de Medicare lo será para 2033. Históricamente, cuando estos fondos se han aproximado a la insolvencia, el gobierno ha implementado reformas. Por ejemplo, en 1983, el gobierno elevó gradualmente la edad de jubilación a 67 años, la edad de jubilación más alta entre los países desarrollados. Esperamos que el gobierno responda de manera similar, probablemente antes de que se alcance la insolvencia.

Estados Unidos también tiene la capacidad de recaudar ingresos a nivel federal. El gobierno federal actualmente recauda el 17% del PIB en ingresos federales, en línea con su promedio a largo plazo, pero por debajo de su máximo reciente del 19% en 2022 y su máximo a largo plazo del 20% en 2000 (véase el Gráfico 40).

Si se incluyen los ingresos de los gobiernos estatales y locales, Estados Unidos recauda aproximadamente el 30%. Esto se compara con el 38% en el Reino Unido, el 47% en Alemania e Italia, y el 51% en Francia.

Hemos evaluado los riesgos del aumento de la deuda con respecto al PIB en EE. UU. durante más de 15 años. La historia ha sido una guía útil durante este período. Nos ha proporcionado perspectiva y nos ha mantenido anclados en datos y hechos. También nos ha impedido dejarnos llevar por las modas y los temores del momento. Esta no es la primera vez que se han dado las alarmas sobre las vulnerabilidades que plantea una trayectoria creciente de la deuda con respecto al PIB y la inacción del Congreso.

Las prolongadas y polémicas negociaciones sobre el límite de la deuda de 2011 llevaron a Thomas E. Mann y Norman J. Ornstein, dos politólogos, a elegir un título ominoso para su libro de 2012 sobre la creciente disfunción política en Estados Unidos: Es aún peor de lo que parece. Una reseña del libro.

El discurso del difunto Paul Volcker (ex presidente de la Reserva Federal) refleja en gran medida el sentimiento expresado hoy: "Más que en ningún otro momento de mi vida, Estados Unidos enfrenta desafíos en su país y también lo enfrenta nuestro lugar en el mundo. Cuando Thomas Mann y Norman Ornstein se reúnen para hacer sonar una fuerte alarma sobre la forma en que nuestro sistema político se está desgarrando, es hora de escuchar, y escuchar con atención".<sup>33</sup>

Seguimos vigilantes y escuchamos atentamente para asegurarnos de que nuestro optimismo esté justificado.

Estado de derecho y sistema de controles y equilibrios

La mayor amenaza para nuestra visión de la preeminencia estadounidense es la degradación del estado de derecho y del sistema de pesos y contrapesos en el país. Ante la constante avalancha de titulares sobre el "ataque al estado de derecho" y las "lagunas en el sistema de pesos y contrapesos del gobierno estadounidense", como se muestra en el Gráfico 41, intentamos separar las señales del ruido y determinar si el estado de derecho y el sistema de pesos y contrapesos se mantienen. Creemos que sí.

Este tema ha sido un enfoque para ISG desde el comienzo de esta administración. El 8 de abril de 2025, organizamos una llamada con clientes titulada "Una bifurcación en el camino:

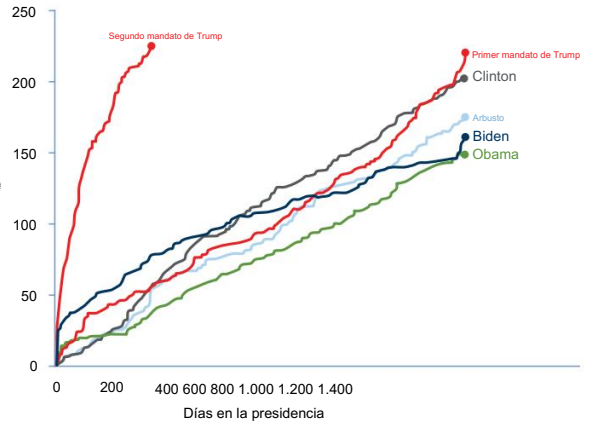
¿Liberación o desintegración?". Uno de nuestros oradores invitados fue el representante Patrick McHenry de Carolina del Norte, expresidente pro tempore y miembro de la Cámara de Representantes durante 10 mandatos, quien no buscó la reelección en

2024. La idea más importante que compartió con nosotros fue un recordatorio de que "los controles y equilibrios se dan con el tiempo, no en un

Anexo 42: Número acumulado de ejecutivos

Órdenes dictadas por el Presidente

El presidente Trump ha emitido más de 220 órdenes ejecutivas desde su toma de posesión, el ritmo más rápido de cualquier presidente.



Datos al 24 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, The American Presidency Project, Times, Sunday Times.

Anexo 41: Titulares sobre el poder ejecutivo de EE. UU.

Durante la administración Trump, la autoridad ejecutiva y los controles y equilibrios han recibido una amplia cobertura mediática.

**Trump Brazenly Defies Laws in Escalating Executive Power Grab**

*New York Times (February 5, 2025)*

**Trump Escalates Push Against Legal Norms**

*Wall Street Journal (March 18, 2025)*

**Trump's assault on the rule of law: 'the speed and intent is remarkable'**

*Financial Times (March 21, 2025)*

**The Supreme Court is handing Donald Trump more power**

*Economist (December 10, 2025)*

**Trump exposes gaps in the US government's checks and balances**

*The Times (April 8, 2025)*

Datos a diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, New York Times, Wall Street Journal, Financial Times, Times, Economist.

instantáneo... el poder presidencial se controla a lo largo de una serie de semanas y meses, y en algunos casos años".<sup>34</sup>

Adam White, titular de la Cátedra Laurence H. Silberman de Gobernanza Constitucional y miembro senior del American Enterprise Institute, donde se especializa en la Corte Suprema y el estado administrativo, compartió la opinión de que los controles y equilibrios son efectivos a lo largo del tiempo: "La Corte Suprema no está diseñada para una intervención rápida", dijo.

El presidente Trump ha emitido más de 220 órdenes ejecutivas desde su investidura, tres veces más que cualquier otro presidente. De hecho, el número total de órdenes ejecutivas en su primer año superó el de los presidentes Biden, Obama, Bill Clinton y George W. Bush en cada uno de sus mandatos presidenciales. Como se muestra en el Anexo 42, ¡el volumen es literalmente descomunal!

El ritmo de esta administración está superando el ritmo al que pueden operar el sistema de controles y equilibrios y la Corte Suprema.

Creemos que:

- El Congreso está poniendo freno a esta administración. • El sistema judicial sigue siendo eficaz. • Las elecciones estatales y locales han mantenido su

Independencia de la influencia de esta administración.

- Las instituciones de la sociedad civil, incluidos los medios de comunicación, son rechazando muchas de las políticas de esta administración.

Proporcionamos ejemplos de cada uno.

### Congreso

- El primer indicio de que el Congreso no estaba tomando medidas drásticas La elección del senador John Thune como líder de la mayoría el 13 de noviembre de 2024 marcó las preferencias de la administración. La mayoría de los partidarios más vocales de Trump favorecieron al senador de Florida Rick Scott, y muchos, como Elon Musk, respaldaron públicamente al senador Scott.

La administración Trump ha retirado a 57 de sus nominados para el poder ejecutivo, una cifra récord para el primer año de un presidente y casi el doble que en el primer año de la administración Biden. La retirada de Matt Gaetz para fiscal general es un ejemplo notable. El Senado no entró en receso en los primeros meses de 2025 y utilizó sesiones pro forma durante el receso de agosto de 2025 para que los senadores pudieran impedir que la administración hiciera nombramientos durante el receso.

- El presidente Trump ha instado al Senado a abandonar La práctica de las "notas azules" en las nominaciones judiciales, que requiere que los senadores de ambos estados de origen aprueben a los candidatos a los tribunales de circuito y de distrito de EE. UU. antes de que puedan proceder a la confirmación plena del Senado. Poder Judicial del Senado.

El presidente Chuck Grassley, senador republicano por Iowa, ha preservado el proceso de "papel azul". • Los senadores republicanos también han resistido la presión del presidente Trump para poner fin al filibusterismo en el Senado, mediante el cual los debates y los discursos pueden seguir impidiendo la votación de un proyecto de ley, resolución o enmienda que no cuente con un amplio respaldo. Aún se requieren sesenta votos para poner fin al filibusterismo, lo que significa que algunos miembros del partido minoritario deben alinearse con el partido mayoritario. • A pesar de la resistencia inicial de la administración Trump, la Cámara de Representantes votó 427-1 para aprobar la Ley de Transparencia de los Archivos Epstein el 18 de noviembre de 2025, lo que obligó al Departamento de Justicia a publicar sus registros de Jeffrey Epstein.

El Senado aprobó el proyecto de ley por consentimiento unánime.

### El sistema judicial

Si bien los medios de comunicación y los expertos políticos han opinado que la Corte Suprema le está otorgando más poder al presidente Trump, la cuestión del alcance del poder presidencial bajo la Constitución es mucho más complicada y matizada de lo que sugieren los titulares.

Un análisis completo de este tema está más allá del alcance de nuestras Perspectivas para 2026 y, ciertamente, más allá de nuestra experiencia. Sin embargo, creemos que es importante que nuestros clientes, tanto los que residen en Estados Unidos como los internacionales, sean conscientes de la teoría del ejecutivo unitario que está en el centro de las discusiones sobre la independencia de varias agencias gubernamentales y los fallos de la Corte Suprema.

La teoría del ejecutivo unitario se basa en la idea de que el Artículo II de la Constitución confiere el poder ejecutivo al presidente, quien tiene la autoridad para gestionar y dirigir a todos los funcionarios del poder ejecutivo, incluyendo la destitución de los jefes de las agencias. El Artículo II de la Constitución establece que «el poder ejecutivo residirá en un presidente de los Estados Unidos de América».

Según Jack Goldsmith, profesor de Derecho de la Universidad de Harvard, autor de *After Trump: Reconstructing the Presidency* y ex fiscal general adjunto de Estados Unidos, «todos los presidentes modernos desde el presidente Ronald Reagan han adoptado variantes del ejecutivo unitario». Señaló que el presidente Trump está «ejerciendo el poder ejecutivo unitario de forma mucho más agresiva». <sup>35</sup>

Michael W. McConnell, profesor de Richard y Frances Mallery y director del Centro de Derecho Constitucional de la Facultad de Derecho de Stanford y autor de *The President Who Would Not Be King*, ofrece ejemplos detallados en los que el presidente Bush, el presidente Obama y el presidente Trump en su primer mandato "ejercieron un poder extraordinario para actuar tanto a nivel nacional como global sin la aprobación del Congreso".

Goldsmith también comentó que incluso el presidente Franklin D. Roosevelt adoptó el poder ejecutivo unitario cuando le preocupó la autonomía de varias agencias. Para poner en perspectiva algunas de las políticas y despidos del presidente Trump, Goldsmith nos remitió al Comité de Gestión Administrativa del presidente Franklin D. Roosevelt, conocido como el Comité Brownlow. El comité acuñó la frase "cuarta rama del gobierno sin cabeza" para describir a las agencias independientes, lo que refleja la preocupación por la autonomía de varias agencias.

En octubre de 1933, Roosevelt despidió a William E. Humphrey, comisionado de la Comisión Federal de Comercio (FTC), y la Corte Suprema, en el trascendental caso *Humphrey's Executor v. United States*, dictaminó que el despido era ilegal. En marzo de 2025, el presidente Trump despidió a Rebecca Slaughter, también comisionada de la FTC. La Corte Suprema se pronunciará sobre el caso en 2026, y esto determinará si el presidente Trump tiene la autoridad para despedir a miembros de agencias como la FTC, la Junta Nacional de Relaciones Laborales y la Comisión de Seguridad de Productos de Consumo.

Goldsmith y otros académicos constitucionales han observado que la mayoría de los jueces de la Corte Suprema parecen apoyar la teoría del ejecutivo unitario, basándose en sus decisiones y asentimientos legales previos.

#### [Decisiones de tribunales inferiores y de la Corte Suprema](#)

Just Security es una revista digital diaria, independiente y no partidista sobre derecho y políticas públicas, con sede en la Universidad de Derecho de Nueva York. Su Rastreador de Litigios recopila recursos legales contra las medidas ejecutivas de la administración Trump. Hasta la fecha, se han rastreado 552 casos, de los cuales 214 están a la espera de fallos judiciales. Cabe destacar que los tribunales inferiores han bloqueado 181 de estos casos. Los demandantes han ganado 186 casos y la administración ha ganado 113.

El Departamento de Justicia de esta administración ha llevado numerosos casos a la Corte Suprema; siendo realistas, estos casos no pueden obtener una audiencia completa en un corto período de tiempo, por lo que la Corte ha emitido fallos temporales o ha dejado en pie los fallos de los tribunales inferiores. Los casos que han recibido fallos temporales se conocen como el "expediente en la sombra".

A continuación se enumeran algunos ejemplos de casos en los que el sistema de controles y equilibrios judiciales ha logrado contrarrestar con éxito las acciones de la administración:

- Los casos contra James Comey, ex director de El Buró Federal de Investigaciones y la fiscal general del estado de Nueva York, Letitia James, fueron desestimados por el juez federal de distrito Cameron Currie, afirmando que la fiscal fue designada ilegalmente como fiscal de Estados Unidos.
- La Corte Suprema dictaminó que Trump La administración tuvo que "facilitar" el regreso de Kilmar

Armando Abrego García, quien había sido deportado el 15 de marzo de 2025. Fue devuelto a los EE. UU. el 6 de junio y fue liberado de la detención el 11 de diciembre siguiendo la orden de un juez de distrito de Maryland.

- El Tribunal de Apelaciones del Noveno Circuito de los Estados Unidos ordenó Los miembros de la Guardia Nacional abandonarán Los Ángeles antes del 15 de diciembre. Los guardias abandonaron la ciudad antes de la fecha límite.
- La Corte Suprema rechazó la solicitud de la administración Trump de anular una orden de restricción que había emitido la jueza de distrito estadounidense April Perry, que prohibía a la Guardia Nacional desplegarse en Illinois.
- La Corte Suprema también rechazó la solicitud de Trump la solicitud de la administración de anular un fallo de un tribunal federal de apelaciones sobre una política relativa a los discursos de los jueces de inmigración.

Hasta la fecha, la administración Trump se ha adherido a la gran mayoría de las decisiones de tribunales inferiores y a todas las decisiones de la Corte Suprema.

Los expertos legales y políticos con los que hablamos creen que el presidente Trump no desafiará a la Corte Suprema, como él mismo declaró en una entrevista con Time el 22 de abril de 2025: «No voy a desafiar a la Corte Suprema. Nunca la desafiaría. No lo haría. Soy un gran creyente en la Corte Suprema y tengo un gran respeto por los jueces». <sup>37</sup>

Se esperan algunos fallos importantes de la Corte Suprema en 2026, siendo el más esperado la decisión sobre el uso de la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional (IEEPA, por sus siglas en inglés) para imponer aranceles a las importaciones.

#### [Elecciones estatales y locales](#)

El 1 de abril de 2025, la candidata demócrata a la jueza Susan Crawford derrotó al candidato republicano al juez Brad Schimel para la Corte Suprema de Wisconsin. Esta fue la contienda judicial más costosa en la historia de Estados Unidos, con Musk gastando más de 20 millones de dólares para apoyar a Schimel.

El 4 de noviembre de 2025, la candidata demócrata ganó las gobernaciones de Nueva Jersey y Virginia; en ambas elecciones, la candidata demócrata ganó por un margen mayor que el de Kamala Harris en las presidenciales. La candidata republicana de Nueva Jersey había recibido el respaldo del presidente Trump.

- El 4 de noviembre de 2025, los demócratas derrotaron a los Los republicanos ganaron por abrumadora mayoría en dos carreras para comisionado de servicio público a nivel estatal en Georgia.
- El 9 de diciembre de 2025, la candidata demócrata Eileen Higgins derrotó a un republicano en la contienda por la alcaldía de Miami por un margen del 59,5% al 40,5%. Es la primera alcaldesa demócrata de Miami en 28 años. El presidente Trump había respaldado a la candidata republicana.

### La sociedad civil y sus barreras

Los medios de comunicación, centros de estudios, instituciones académicas y bufetes de abogados han desafiado las políticas del presidente Trump, tanto públicamente como a través del sistema judicial.

Por ejemplo, la orden ejecutiva dirigida al bufete de abogados Perkins Coie fue declarada inconstitucional por un juez del Tribunal de Distrito de Estados Unidos del Distrito de Columbia. Las audiencias judiciales incluyeron una referencia a las prácticas del senador Joseph McCarthy entre 1950 y 1954, conocidas como el Terror Rojo.

Varias otras órdenes similares dirigidas a bufetes de abogados fueron declaradas inconstitucionales por otros jueces. La administración ha apelado estas decisiones ante el Tribunal de Apelaciones de Estados Unidos para el Distrito de Columbia.

Una organización de la sociedad civil ha forjado un nuevo camino para abordar algunas de las políticas de esta administración. Un grupo de veteranos e investigadores de salud pública ha desafiado al panel asesor de vacunas del Departamento de Salud y Servicios Humanos, encargado de establecer las directrices para los Centros para el Control y la Prevención de Enfermedades (CDC). Han creado el Proyecto de Integridad de las Vacunas. El proyecto está dirigido por el Dr. Michael Osterholm, director del Centro de Investigación y Política de Enfermedades Infecciosas de la Universidad de Minnesota, y la Dra. Rochelle Walensky, exdirectora de los CDC. El Wall Street Journal informa que el Dr. Daniel Crawford, expresidente de la Asociación Nacional de Enfermeras Pediátricas, expresó su desconfianza en el nuevo panel asesor de vacunas, seleccionado personalmente por el secretario Robert F. Kennedy Jr., y anunció que su organización recurriría a expertos externos.<sup>38</sup>

Nuestra opinión de que el Estado de derecho y el sistema de pesos y contrapesos se mantienen sólidos se ve reforzada por las palabras de James Baker III, exsecretario de Estado (1989-1992), secretario del Tesoro (1985-1988) y jefe de gabinete de la Casa Blanca (1981-1985 y 1992-1993), en respuesta a una pregunta del Financial Times en junio de 2016 sobre si Estados Unidos y sus instituciones eran lo suficientemente fuertes como para sobrevivir a una conmoción tan devastadora como la llegada de Donald Trump a la Casa Blanca. Baker afirmó: «Los presidentes pueden hacer mucho, pero su capacidad de acción solo está limitada a través del sistema de pesos y contrapesos. Somos un país de leyes, limitado por la burocracia y la estructura de poder en Washington. "Los presidentes no son gobernantes unilaterales".<sup>39</sup>

## Problemas de burbujas: aquí y allá

Exploramos cuatro áreas en busca de señales de problemas de burbuja:

- Acciones estadounidenses
- Inteligencia artificial (IA)
- Oro
- Bitcoin

En cualquier debate sobre burbujas en los mercados financieros o en activos reales, procedemos con cautela. No conocemos una definición ampliamente aceptada del término "burbuja" que pueda aplicarse a todos los activos. Por ejemplo,

- ¿Se trata de una desviación significativa del valor razonable según el análisis fundamental de los flujos de caja y el potencial de apreciación del precio de un activo? ¿Qué ocurre si un activo no se presta a una métrica de valoración, como en el caso del bitcoin?
- ¿Es cuando el crédito barato está fácilmente disponible y da lugar a una mayor toma de riesgos y especulación?
- ¿Es un comportamiento explosivo de precios?
- ¿Es cuando los argumentos de inversión racional son descartados sumariamente?
- ¿Es cuando el rebaño gravita hacia el mismo activo o tema de inversión?
- ¿Es la ingeniería financiera la fuente de demanda de un activo lo que impulsa los precios hacia arriba?
- ¿Es una burbuja sólo si estalla, provocando una fuerte caída del valor de los activos?

El difunto Charles Kindleberger, profesor de economía en el Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT) y coautor de un libro de 1978 titulado "Manías, Pánicos y Caídas: Una Historia de las Crisis Financieras", escribió que "una burbuja implica un patrón no sostenible de cambios de precios o flujos de efectivo", lo que implica que las burbujas eventualmente implosionan. Explicó además que las burbujas ocurren después de un tiempo prolongado y generalmente son atribuibles a un shock positivo exógeno. Entre los ejemplos que citó se incluyen una revolución en la tecnología de la información, el fin de una guerra, una cosecha abundante, la adopción generalizada de un invento y un cambio imprevisto en la política monetaria.

No creemos que las acciones estadounidenses estén en una burbuja. Las valoraciones no se han desviado significativamente de las ganancias fundamentales de las acciones del S&P 500.

Creemos que existe una burbuja en torno a las expectativas sobre lo que la IA generativa aportará a consumidores y empresas. Algunas empresas públicas y privadas relacionadas con la IA presentan valoraciones similares a las de una burbuja.

Con respecto al oro, la apreciación del precio ha mostrado lo que llamamos un comportamiento explosivo, lo que alerta sobre una posible burbuja. Sin embargo, la demanda de los bancos centrales podría impulsar fácilmente los precios al alza en el futuro previsible.

Gráfico 43: Advertencias de burbuja destacadas en nuestras Perspectivas para 2014

Los economistas, funcionarios gubernamentales y comentaristas del mercado ya hablaban de una burbuja en las acciones estadounidenses en aquel entonces.



Bitcoin exhibió un comportamiento explosivo de precios hasta su reciente caída del 33%. En nuestra Perspectiva para 2025, advertimos a quienes disfrutaban del trading con bitcoin que, cuando el comportamiento explosivo de precios es estadísticamente evidente con un 95% de confianza... Como era en ese momento, históricamente los precios del bitcoin han caído significativamente. El comportamiento del precio del bitcoin cayó ligeramente por debajo del nivel de confianza del 95% en noviembre de 2025. La reciente prevalencia de empresas de nueva creación centradas en estrategias de tesorería del bitcoin apunta a la persistencia de problemas de burbuja.

A continuación ofrecemos nuestra justificación más detallada.

#### Acciones estadounidenses

ISG comenzó a centrarse en los problemas de la burbuja a finales de 2013. En nuestro Panorama 2014: A la vista de la cumbre, analizamos si la renta variable se encontraba en una burbuja o simplemente era cara. En aquel momento, la renta variable se encontraba en el noveno decil de valoración; según cinco indicadores de valoración, la renta variable estadounidense había estado más barata al menos el 80% del tiempo.

Las figuras más destacadas expresaron su preocupación por las burbujas. Escribimos que el profesor Eugene Fama, de la Universidad de Chicago, y el profesor Robert Shiller, de la Universidad de Yale, acababan de ganar el Premio Nobel de Economía y se refirieron a las burbujas de activos en sus discursos de diciembre de 2013.

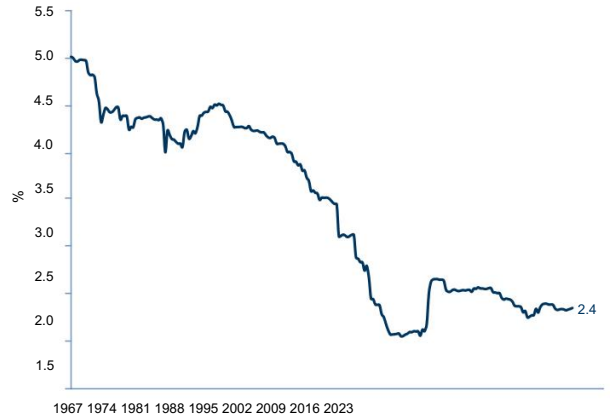
También destacamos ejemplos de comentarios sobre burbujas por parte de economistas, funcionarios gubernamentales y comentaristas del mercado (véase el Gráfico 43).

No creíamos que la renta variable estuviera en una burbuja en ese momento, y recomendamos a nuestros clientes que mantuvieran sus inversiones en renta variable estadounidense. Desde entonces, el S&P 500 ha tenido una rentabilidad acumulada del 359% o del 13,5% anualizada. Después de...



Gráfico 44: Volatilidad móvil de 20 años del real estadounidense Crecimiento del PIB

El crecimiento económico se ha vuelto menos volátil con el tiempo.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

Nota: Excluye el año pandémico de 2020. La volatilidad se basa en el crecimiento del PIB real anualizado trimestre tras trimestre.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Tras tal repunte, las métricas de valoración han ascendido al décimo decil. A pesar de esta valoración, no creemos que la renta variable estadounidense se encuentre en una burbuja.

#### Valoraciones

Un aspecto importante de nuestra evaluación de la renta variable estadounidense es la disminución de la volatilidad de la economía estadounidense (véase el Gráfico 44). La volatilidad del PIB actual es aproximadamente la mitad de los niveles observados durante el período de alta inflación de la década de 1970 y principios de la de 1980. En parte como resultado, la economía estadounidense ha pasado menos tiempo en recesión desde 1992 que en el período anterior. También se observa una reducción de la volatilidad del PIB en la mayoría de las demás economías desarrolladas.

Creemos que este menor nivel de volatilidad implica un flujo más fiable de beneficios corporativos, lo que, a su vez, sustenta un mayor nivel de valoración de las acciones. Las valoraciones posteriores a 1992 son notablemente superiores a las anteriores en múltiples métricas (véanse los gráficos 45 y 46). Hemos eliminado el período de la burbuja puntocom al calcular las medianas para no inflar la mediana posterior a 1992.

Además del cambio estructural en la economía estadounidense que afecta el crecimiento de las ganancias, hemos observado un cambio estructural al alza en los ratios de pago de dividendos de las empresas. Los sólidos flujos de caja han permitido a las empresas aumentar el capital que devuelven a los accionistas mediante dividendos y recompras (véase el Gráfico 47).

Aswath Damodaran, profesor de finanzas en Stern Escuela de Negocios de la Universidad de Nueva York y destacó

PERSPECTIVAS 2026

Anexo 45: Shiller CAPE desde la Segunda Guerra Mundial

Las valoraciones han aumentado estructuralmente en las últimas décadas.



Datos hasta diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Robert Shiller, Bloomberg, S&P Global.

Gráfico 47: Tasa de pago total del S&P 500 Desde 1977

Los ratios de pago de las empresas han aumentado.

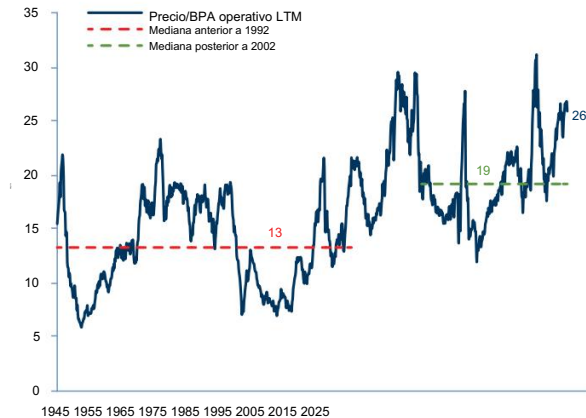


Datos hasta diciembre de 2025.  
Nota: La tasa de pago total incluye dividendos y recompras netas.  
Fuente: Investment Strategy Group, análisis de Empirical Research Partners.

Gráfico 46: Precio/GPA operativo LTM

Desde la Segunda Guerra Mundial

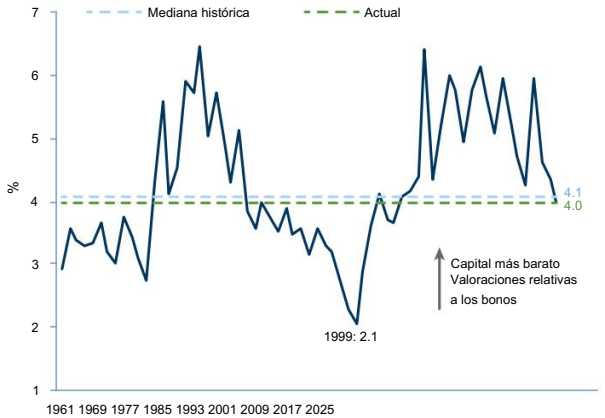
Las valoraciones posteriores a 2002 son notablemente más altas que antes.



Datos hasta diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Robert Shiller, Bloomberg, S&P Global.

Anexo 48: Riesgo de capital implícito de Damodaran Prima (ERP) a lo largo del tiempo

Las valoraciones están cerca de la mediana histórica, basadas en un modelo que tiene en cuenta el crecimiento de las ganancias y los pagos a los accionistas.



Datos hasta diciembre de 2025.  
Nota: Los datos mostrados son la prima de riesgo de capital implícita anual de Aswath Damodaran, profesor de finanzas en la Escuela de Negocios Stern de la Universidad de Nueva York.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Profesor Damodaran.

El experto en valoración ha incorporado los ratios de pago más altas en su modelo de valoración. Esto indica que las valoraciones actuales...  
están cerca del promedio histórico (ver Gráfico 48).

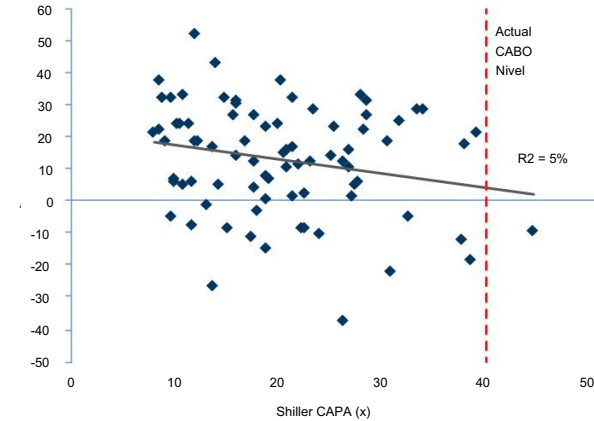
Es importante destacar que ninguna de las métricas de valoración ha mostrado un comportamiento de precios explosivo con una significancia estadística del 95%.

Si bien hemos incorporado métricas de valoración como uno de los insumos en nuestro proceso de inversión, no podemos

Enfatizamos suficientemente que las métricas de valoración NO presentan históricamente reversión a la media. Hemos examinado ocho métricas de valoración ampliamente utilizadas en EE. UU., el Reino Unido, la eurozona y Japón. Ninguna de las 32 observaciones ha mostrado una reversión a la media estadísticamente significativa, con la excepción de una, que es la ratio precio/beneficios futuros del Reino Unido (véase el Gráfico 110 en nuestro análisis de los rendimientos totales esperados a uno y cinco años para más detalles).

### Anexo 49: S&P 500 Shiller CAPE vs. Rendimiento total del año calendario posterior

Los múltiplos de valoración iniciales nos dicen poco sobre los rendimientos potenciales durante el próximo año.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

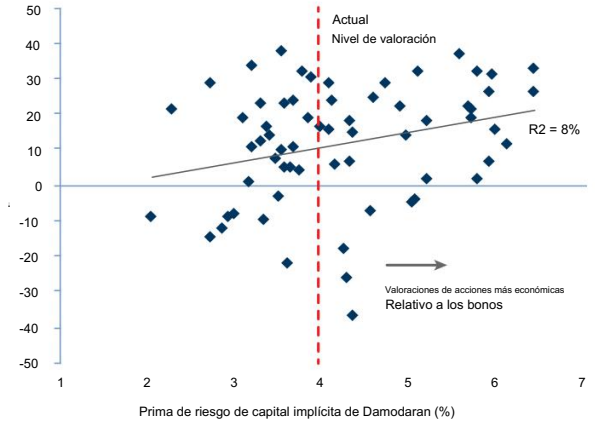
Nota: Basado en datos desde 1945.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Robert Shiller.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

### Anexo 50: ERP implícito de Damodaran vs. Rendimiento total del año calendario posterior

El nivel de valoración inicial históricamente ha explicado sólo el 8% de las variaciones en el rendimiento del capital en años posteriores.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Nota: Basado en datos desde 1961.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Profesor Damodaran.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

El hecho de que las valoraciones no sean una buena señal de timing para salir de la renta variable estadounidense es una prueba más de la ausencia de reversión a la media. Las valoraciones explican el 5% de la variación en la rentabilidad durante los 12 meses siguientes utilizando el CAPE de Shiller, y el 8% de la variación en la rentabilidad utilizando la Prima de Riesgo Implícita de Renta Variable de Damodaran (véanse los gráficos 49 y 50). Si las métricas de valoración fueran una señal útil para la sincronización del mercado, tendrían mayor poder explicativo. Concluimos que la valoración por sí sola tiene una influencia limitada en la decisión de inversión de mantener la inversión o salir del mercado.

La persistencia de valoraciones elevadas durante períodos prolongados confirma de igual manera que los inversores no pueden basarse únicamente en las valoraciones. Las acciones estadounidenses se han situado en el noveno o décimo decil de valoración el 96 % del tiempo desde 2013, y aun así, las rentabilidades han seguido sorprendiendo al alza (véase el Gráfico 51).

Según nuestro modelo de cambio de régimen, las acciones estadounidenses han estado en un régimen de alta valoración desde enero de 1992, y la única interrupción ocurrió durante la crisis financiera mundial (véase el gráfico 52).

#### Ganancias

El crecimiento de las ganancias y los dividendos han sido los principales impulsores de la rentabilidad a lo largo del tiempo. Desde la Segunda Guerra Mundial y desde 1992, el crecimiento de las ganancias y los dividendos han representado el 94% y el 95% de la rentabilidad total del S&P 500, respectivamente. También han representado el 82% de la rentabilidad tanto en los últimos 10 años como en el último año (véase el Gráfico 53).

Los retornos no han sido impulsados por una expansión múltiple injustificada del nivel de burbuja.

### Gráfico 51: Rendimientos totales del S&P 500 después del cruce En los deciles de valoración 9 y 10

Las acciones continuaron subiendo incluso después de que las valoraciones se encarecieron durante los mercados alcistas anteriores.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

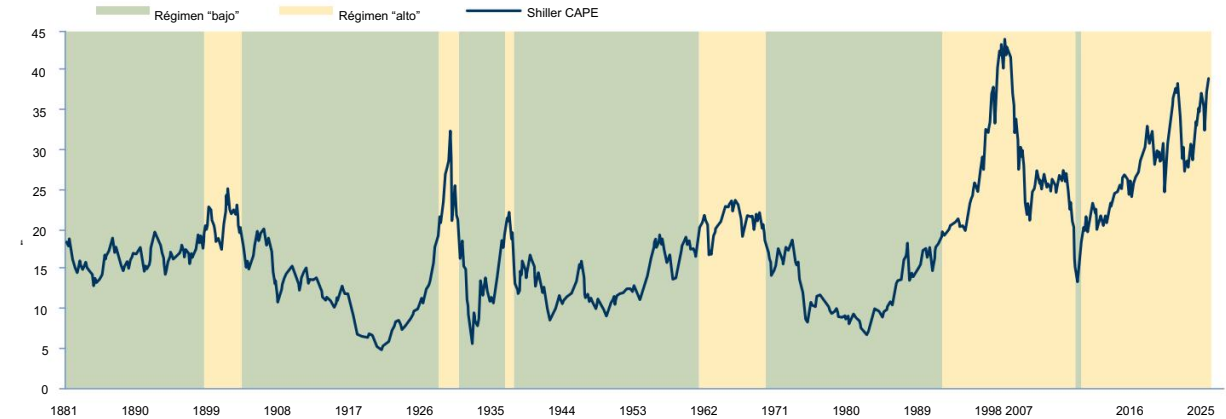
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

Las empresas del S&P 500 también han tenido un éxito notable en la mejora de sus márgenes a lo largo del tiempo. Los márgenes han aumentado del 4% a finales de 1992 al 12,5% en el tercer trimestre de 2025 (véase el Gráfico 54). Empirical Research Partners atribuye esta expansión de los márgenes, en orden de impacto, a la disminución de los tipos de interés, la disminución de los tipos impositivos, el ahorro salarial derivado de la globalización y el ahorro salarial derivado de una economía nacional más eficiente.

### Anexo 52: Regímenes CAPE de Shiller

La evidencia estadística apunta a un cambio de régimen hacia valoraciones más altas.



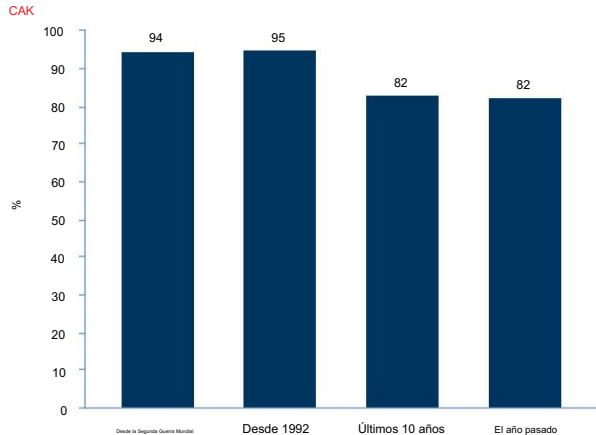
Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: Se utiliza un modelo de cambio de régimen (modelo de Markov oculto) para categorizar el CAPE de Shiller histórico en dos regímenes.

Fuente: Investment Strategy Group, Robert J. Shiller.

### Gráfico 53: Participación en el rendimiento total del S&P 500 Ganancias y dividendos

El crecimiento de las ganancias y los dividendos han impulsado la mayor parte del S&P 500 regresa.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Robert Shiller, S&P Global.

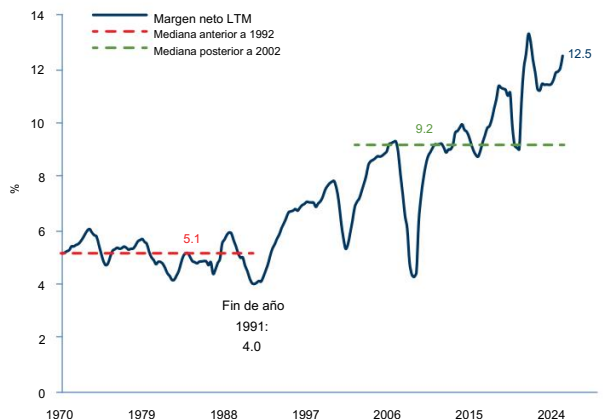
plantas, una menor intensidad de capital derivada de la globalización y algunas protecciones fiscales.<sup>48</sup> Esperamos que los márgenes mejoren modestamente en 2026 y respalden un aumento de las ganancias.

La principal conclusión de la contribución constante de las ganancias y los dividendos al rendimiento total de las acciones estadounidenses es mantener la inversión y beneficiarse de la poderosa capitalización de las ganancias.

Normalmente nos desvíamos de esa recomendación solo en dos circunstancias. La primera es cuando las valoraciones se vuelven...

### Gráfico 54: Margen de beneficio neto del S&P 500

Las empresas del S&P 500 han mejorado sus márgenes de ganancia a lo largo del tiempo.



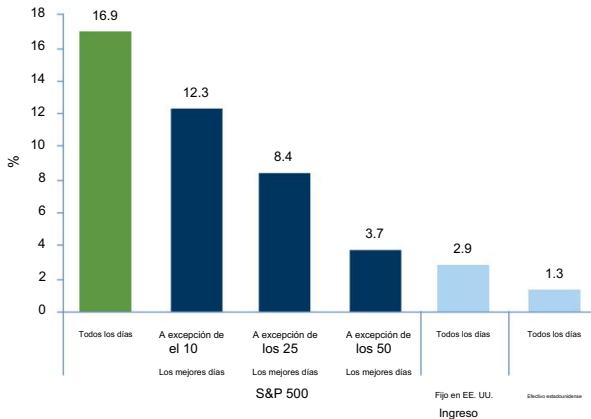
Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Goldman Sachs Global Investment Research, S&P Global.

Excepcionalmente deprimido, lo que aumenta la rentabilidad potencial de añadir riesgo tácticamente. El segundo se produce antes de una recesión inminente que los mercados aún no han descontado, cuando una infraponderación táctica de la renta variable puede mejorar la rentabilidad ajustada al riesgo. De lo contrario, los clientes deberían mantener la inversión para no perderse algunos de los mejores días de los mercados, en cuyo caso obtendrían rentabilidades comparables a las de los bonos (véase el Gráfico 55). Por supuesto, es imperativo contar con una correcta asignación estratégica de activos para afrontar la volatilidad del mercado.

Gráfico 55: Rendimiento total anualizado del S&P 500 Desde marzo de 2009

Las sanciones por perderse los mejores días del mercado son severas.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: La renta fija estadounidense se mide utilizando el índice Bloomberg US Intermediate Government/Credit, y el efectivo estadounidense se mide utilizando el índice Bloomberg 1-3 Months US Treasury Bill.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

#### Ganancias y rentabilidad: más amplias que Los titulares sugieren

Nuestro análisis también muestra que ni este repunte plurianual del capital ni el crecimiento plurianual de las ganancias han sido impulsados únicamente por un puñado de acciones, más específicamente, por las Magnificent 7 (Mag-7): Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.

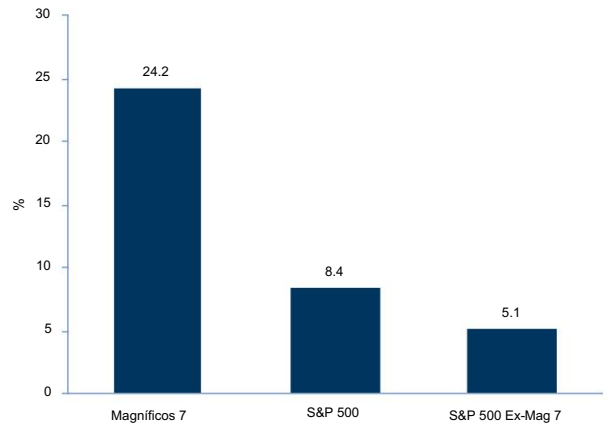
Desde finales de 2019, cuando comenzó el auge de las ganancias de las acciones tecnológicas, las ganancias de Mag-7 han crecido a un ritmo anual promedio del 24,2 %. Sin embargo, el crecimiento de las ganancias ha sido más amplio que este pequeño grupo, ya que el resto del S&P 500 aumentó sus ganancias a un ritmo anualizado del 5,1 % durante el mismo período (véase el Gráfico 56).

La tendencia de crecimiento de las ganancias por acción (EPS) del S&P 500 ha sido del 6,5% desde la Segunda Guerra Mundial y del 6,6% desde 1992.

En los primeros tres trimestres de 2025, el crecimiento de EPS para Mag-7 fue del 24,7%, y las acciones restantes del S&P 500 aumentaron sus ganancias un 8,7%, lo que es notablemente más alto que la tasa de crecimiento de tendencia del 6,6% desde 1992.

Gráfico 56: Crecimiento anualizado de EPS LTM desde Fin de año 2019

Desde finales de 2019, las ganancias de Magnificent 7 han crecido a un ritmo anual del 24,2%.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, FactSet, Bloomberg.

El rendimiento total del S&P 500 excluyendo los Siete Magníficos también es razonable si mantenemos la perspectiva histórica. Desde finales de 2019, el S&P 500 ha tenido una rentabilidad anualizada del 15,0 % (132,0 % acumulada). Las acciones del Mag-7 tuvieron una rentabilidad anualizada del 27,5 %, y las restantes del S&P 500, del 11,0 %. Si bien las acciones del Mag-7 representaron el 46 % de la rentabilidad del S&P 500, las restantes registraron ganancias anualizadas de dos dígitos durante este período.<sup>49</sup>

De manera similar, en 2025, el S&P 500 tuvo una rentabilidad del 17,9%, de la cual el 43% provino de acciones Mag-7. Sin la contribución de Mag-7, el S&P 500 habría tenido una rentabilidad del 15,3%.

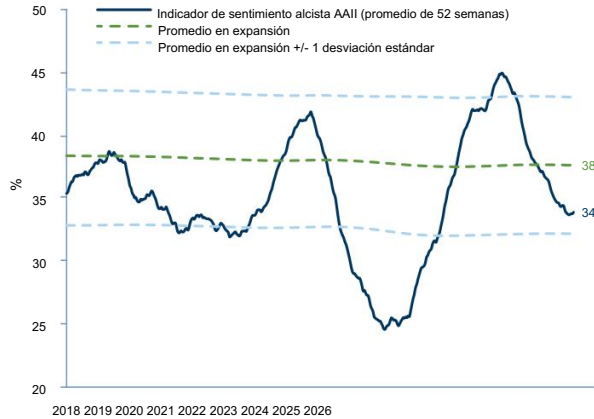
#### Sentimiento y posicionamiento del mercado

El sentimiento y el posicionamiento del mercado no son excesivamente optimistas, por lo que no indican problemas de burbuja. El promedio móvil de 52 semanas de la encuesta de sentimiento de la Asociación Americana de Inversores Individuales (AAII) se sitúa actualmente en el 34 %, por debajo de su promedio a largo plazo del 38 % (véase el Gráfico 57). Históricamente, el sentimiento es más útil cuando persiste, lo que convierte al promedio de 52 semanas en un indicador útil de...

Ni este repunte plurianual del capital ni el crecimiento plurianual de las ganancias han sido impulsados únicamente por un puñado de acciones, más específicamente, por los Siete Magníficos.

### Cuadro 57: Indicador de sentimiento alcista AAI

El promedio móvil de 52 semanas de las lecturas alcistas del AAI se sitúa en el 34%, por debajo de su promedio de largo plazo del 38%.



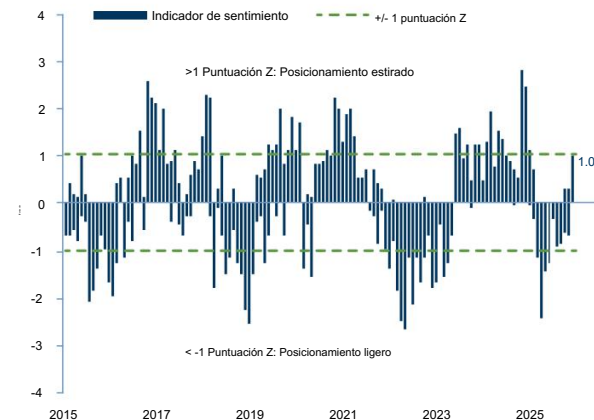
Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: El indicador representa la proporción de miembros de AAI que creen que el mercado de valores se moverá en una dirección alcista durante los próximos 6 meses.

Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, AAI, Bloomberg.

### Gráfico 58: Sentimiento de la renta variable estadounidense de Goldman Sachs Indicador

El indicador no señala un entusiasmo a nivel de burbuja por las acciones.



Datos hasta el 19 de diciembre de 2025.

Nota: El indicador combina nueve medidas de posicionamiento entre inversores institucionales, minoristas y extranjeros.

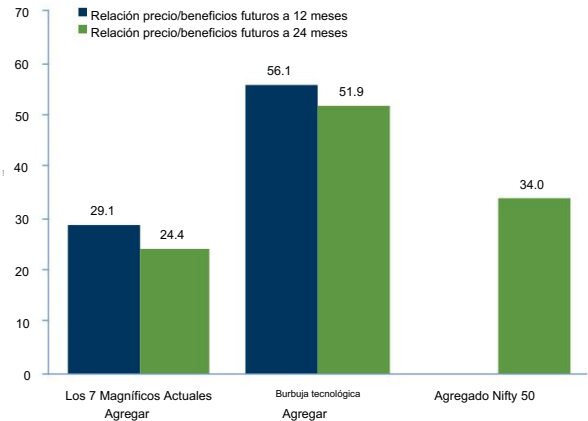
Fuente: Investment Strategy Group, Goldman Sachs Global Investment Research.

Sentimiento del mercado en los extremos. Si bien la lectura semanal más reciente de la encuesta AAI mostró un 42% de alcistas, las lecturas semanales son bastante volátiles y no han sido tan predictivas de los rendimientos futuros como el promedio de 52 semanas.

El indicador de sentimiento bursátil estadounidense de Goldman Sachs también muestra un sentimiento más alcista que a principios de 2025, pero no es a un nivel extremo que indicaría entusiasmo por las acciones a nivel de burbuja (véase el gráfico 58).

### Gráfico 59: Valoraciones de Mag-7 frente a empresas tecnológicas durante burbujas pasadas

Las valoraciones están por debajo de las del pico de la burbuja puntocom y de la era del Nifty 50.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Nota: La lista de las 7 Magníficas incluye a Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, Nvidia y Tesla. Entre las empresas tecnológicas más grandes de la burbuja puntocom se encuentran Microsoft, Cisco Systems, Intel, Oracle, IBM, Lucent y Nortel Networks.

Las empresas más grandes en el período Nifty 50 incluyen IBM, Eastman Kodak, Sears Roebuck, Xerox, 3M y Procter & Gamble.

Fuente: Investment Strategy Group, Goldman Sachs Global Investment Research, Datastream, FactSet.

Las valoraciones actuales de las empresas tecnológicas más grandes también son mucho más bajas que las valoraciones tecnológicas que han tenido durante las burbujas pasadas en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial (véase el Gráfico 59).

Ahora pasamos a la inteligencia artificial, centrándonos en la IA generativa, no en la IA tradicional anterior al lanzamiento de ChatGPT en noviembre de 2022.

#### Inteligencia artificial

La IA generativa se ha convertido en algo así como una religión: algunos tienen fe y hacen proselitismo, mientras que otros son pesimistas, advirtiendo constantemente sobre alucinaciones y objetivos poco realistas. Una pequeña minoría se encuentra en un punto intermedio.

En ISG nos consideramos parte de esta minoría intermedia y nos mantenemos atentos a la hora de distinguir entre lo que sabemos y lo que desconocemos. La mayoría de nosotros en el Grupo de Estrategia de Inversión utilizamos la IA tanto para fines profesionales como personales.

En cuanto a la cuestión más amplia de los problemas de burbuja en la IA, creemos que existen momentos de euforia injustificados. Como dijo Mark Twain: «No es lo que no sabes lo que te mete en problemas. Es lo que sabes con certeza que simplemente no es cierto».

Hay problemas de burbujas en sectores muy específicos de la IA:

- Algunos fundadores de empresas de IA y directores ejecutivos de las principales empresas involucradas con IA han elevado las expectativas a un nivel poco realista sobre lo que la IA ofrecerá en el futuro cercano, tanto en términos de ingresos para las empresas de IA como de ganancias de productividad para las empresas que aprovechan la IA.
- El capital está demasiado disponible para cualquier capital de riesgo de empresa con las letras AI adjuntas.
- La economía de la IA parece cuestionable.
- La IA no es el principal impulsor del crecimiento económico.

#### Expectativas y promesas exageradas

Las declaraciones que acompañaron el lanzamiento inicial de ChatGPT a fines de 2022 contenían mucha hipérbole sobre las capacidades de la IA: la IA era una superpotencia con un gran razonamiento, y la IA era el mayor cambio tecnológico de nuestras vidas, más grande que el cambio de las computadoras de escritorio a los dispositivos móviles y tal vez más grande que Internet en sí, y la IA iba a reemplazarnos.

Geoffrey Hinton, premio Nobel de Física por sus descubrimientos que hicieron posible la inteligencia artificial, ganador del Premio Turing y el "padrino de la inteligencia artificial", advirtió en una entrevista que "hemos descubierto cómo construir seres que sean inmortales... tenemos la inmortalidad; pero no es para nosotros". 50

Sam Altman, cofundador y director ejecutivo de OpenAI, se ha referido a la «inteligencia artificial general», mediante la cual la IA puede realizar todas las tareas de personas increíblemente hábiles e inteligentes. Ha sugerido que «es posible que tengamos superinteligencia en unos pocos miles de días». 51 A finales de 2025, el objetivo de cuándo se alcanzará la superinteligencia se ha pospuesto.

También hay expertos en IA muy informados y experimentados que creen que la IA generativa no cumplirá todo lo que se ha prometido.

En primer lugar, los grandes modelos de lenguaje (LLM) que sustentan las herramientas de IA "alucinan". En un extenso artículo de investigación realizado por tres científicos investigadores de OpenAI y un profesor de informática del Instituto Tecnológico de Georgia, los científicos de IA explican por qué los LLM alucinan.<sup>52</sup> Escriben que el entrenamiento de los LLM y los procedimientos de evaluación que los comparan con diversas métricas estandarizadas premian la suposición por encima del reconocimiento de la incertidumbre. Hasta que este sistema de recompensas no se aborde adecuadamente, los sistemas de IA no serán totalmente fiables y su utilidad se verá disminuida.

En segundo lugar, Yann LeCun, ex científico jefe de IA en Meta, ha dicho que los LLM tienen "una comprensión muy limitada de la lógica... no entienden el mundo físico, no tienen memoria persistente, no pueden razonar en ninguna definición razonable del término y no pueden planificar... jerárquicamente". 53

En tercer lugar, las expectativas de mejora de la productividad son muy altas, pero aún no se ha observado su impacto. Un estudio reciente del MIT Media Lab, titulado «The GenAI Divide: State of AI in Business 2025», concluye que la IA no está teniendo el impacto esperado cuando se lanzó ChatGPT.<sup>54</sup> Los autores concluyeron que:

- El 95% de las organizaciones obtienen cero retorno de su inversión en GenAI.
- El 80% de las organizaciones encuestadas han explorado o herramientas probadas como ChatGPT y Microsoft Copilot, y casi el 40% las ha implementado.
- Las herramientas de IA mejoran principalmente la productividad individual, no el rendimiento financiero.

Si no se cierra esta brecha de GenAI, es decir, si las organizaciones no logran lo que el estudio denomina una transformación empresarial significativa, la IA no tendrá el impacto deseado en la productividad a nivel empresarial. Sin ello, no puede tener un impacto significativo en la economía en general. El equipo económico de Goldman Sachs GIR ha pronosticado lo siguiente:

una mejora de hasta 0,4 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento del PIB de EE. UU. derivada de la IA.



Portada de The Economist, septiembre de 2025.

#### Capital abundante y especulativo

En un memorando del 9 de diciembre de 2025 titulado "¿Es una burbuja?", en referencia a la inteligencia artificial, Howard Marks, cofundador y copresidente de Oaktree Capital Management, destacó la facilidad con la que las empresas emergentes de IA pudieron recaudar más de mil millones de dólares en capital inicial.<sup>54</sup>

- Thinking Machines Lab, fundado por la ex ejecutiva de OpenAI Mira Murati, logró recaudar 2 mil millones de dólares sin haber lanzado un producto ni tener información sobre un posible producto o servicio.

- El ex científico jefe de OpenAI, Ilya Sutskever, planteó 2 mil millones de dólares para su startup llamada Safe Superintelligence sin un producto o servicio lanzado públicamente.

En una entrevista con MIT Technology Review, Demis Hassabis, director ejecutivo de Google DeepMind y premio Nobel de Química por su investigación en IA sobre las estructuras de las proteínas, expresó una preocupación similar: «Parece que hay una burbuja en el mercado privado», dijo.<sup>56</sup> «Si nos fijamos en las rondas de capital semilla que no generan nada, pero que generan decenas de miles de millones de dólares, eso parece un poco insostenible».

Un comentario particularmente perspicaz provino de Vinod Khosla, fundador de Khosla Ventures y cofundador de Sun Microsystems.

Escribió: «Esta no es la típica burbuja bursátil. La mayoría de las valoraciones son disparatadas, pero algunas, incluso algunas aparentemente altas, no lo son». <sup>57</sup> El capital está disponible libremente porque «toda firma de inversión debe tener una estrategia de IA».

La financiación circular, en la que los proveedores financian a sus clientes, ha ido en aumento entre las empresas relacionadas con la IA. Se están estableciendo paralelismos con la burbuja puntocom de finales de los 90 y principios de los 2000, cuando grandes empresas de los sectores de la tecnología y las telecomunicaciones financiaban a sus propios clientes. La inversión de 100 000 millones de dólares de Nvidia en OpenAI a cambio de la implementación por parte de OpenAI de 10 gigavatios de sistemas Nvidia es uno de los acuerdos de financiación circular más importantes y destacados (véase el Gráfico 60). Esta financiación circular plantea algunas preguntas sencillas. Si una de las empresas quiebra, ¿se generará un riesgo sistémico en todo el ecosistema de la IA? ¿Y por qué las empresas necesitan financiar a sus clientes? ¿Acaso sus clientes no son lo suficientemente solventes como para obtener sus propios fondos en los mercados de capitales?

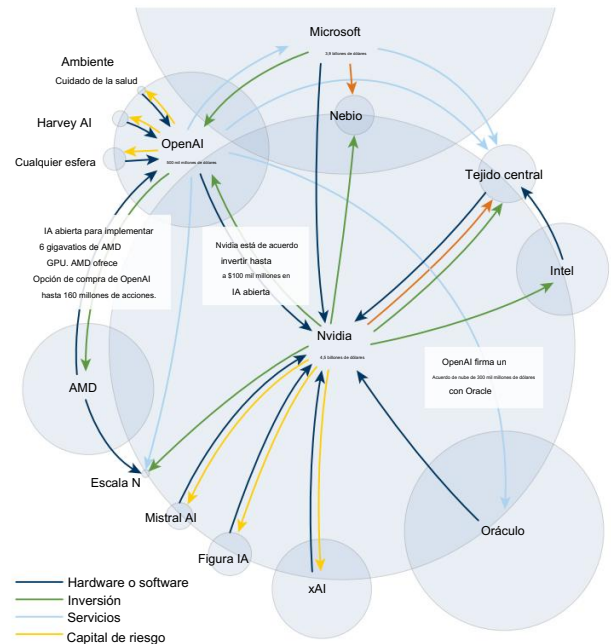
Un comentario reciente de Sarah Friar, directora financiera de OpenAI, en una conferencia en vivo del Wall Street Journal, también planteó preguntas sobre las extensas necesidades de financiamiento de deuda, tanto actuales como previstas, en el ecosistema de la IA. Al hablar sobre la financiación necesaria para financiar las cuantiosas inversiones de capital previstas para los próximos años, Friar se refirió a «un ecosistema de bancos, capital privado, tal vez incluso entidades gubernamentales... las formas en que los gobiernos pueden intervenir».<sup>58</sup> Amplió su análisis al hablar de «el respaldo, la garantía que permite que se produzca el financiamiento». La respuesta inmediata de David Sacks, el zar de la IA y las criptomonedas de la Casa Blanca, fue «no a un rescate federal para la IA». <sup>59</sup>

### Economía cuestionable

Le preguntamos a nuestro colega Jim Covello, director de Investigación de Renta Variable Global en GIR de Goldman Sachs, cómo cree que evolucionará la economía de la IA en los próximos años. Las inversiones de capital son enormes, en

## Anexo 60: Financiamiento circular en IA

La financiación circular ha ido aumentando entre las empresas relacionadas con la IA.



Datos a noviembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

los billones de dólares, con algunas estimaciones de que los gastos totales podrían alcanzar los 5 billones de dólares para 2030.

Los ingresos directamente vinculados al uso de IA no siguen el mismo ritmo.

Covello es miembro del Grupo de Trabajo de IA de toda la empresa. Más importante aún, Institutional Investor lo votó como el analista número uno en el sector de equipos de capital para semiconductores nueve veces consecutivas hasta que asumió la dirección de GIR. Resumió generosamente sus opiniones para nuestro informe.

A medida que avanzamos hacia 2025, la adopción de la IA por parte de los consumidores era sólida, pero los casos de uso empresariales exitosos seguían enfrentándose a desafíos. La mayoría de los consumidores utilizan versiones gratuitas de IA, por lo que, para que las empresas rentabilizaran la enorme inversión en infraestructura, necesitamos una adopción significativa de la IA en la comunidad empresarial. El estudio del MIT, que reveló que el 95 % de las aplicaciones empresariales de IA no generan un retorno de la inversión, debería ser una prioridad para los inversores, ya que esto tendrá que cambiar drásticamente para que se cumplan las previsiones tan optimistas.

Otro estudio publicado por Harvard Business Review acuñó el término "workslop" para describir sus hallazgos: el 40 % de los empleados encuestados sugirió que el contenido generado por IA carece de sustancia y está "destruyendo la productividad". Veo la dinámica empresarial de la IA de forma bastante simple. Las empresas necesitan ahorrar suficiente dinero utilizando

IA de tal manera que puedan pagar a las empresas modelo (por ejemplo, Anthropic o OpenAI) un margen suficiente para que las empresas modelo puedan pagar a los hiperescaladores para que estos puedan pagar a Nvidia.

No es tan sencillo, ya que existen indicadores económicos que apuntan en direcciones circulares en esta cadena de suministro, pero la cuestión principal es que si las empresas no empiezan a reconocer ahorros significativos en costos, la economía de este negocio simplemente no funcionará. Actualmente, muchos de los actores de esa cadena están perdiendo cantidades de dinero sin precedentes, mientras que casi todos los beneficios van a parar a Nvidia. El mercado consideraba que esta dinámica era sostenible cuando las empresas que perdían dinero con la IA eran, por lo demás, empresas bien capitalizadas y con alto flujo de caja (cuyos beneficios provenían de sus negocios principales).

Sin embargo, a medida que avanzamos hacia 2025, algunos de los mayores inversores en infraestructura comenzaron a utilizar un apalancamiento significativo para financiar las pérdidas, y es ahí donde las comparaciones con la burbuja de internet de finales de los 90 cobraron mayor relevancia. Las recientes caídas significativas en los precios de las acciones de Oracle y CoreWeave subrayan estas preocupaciones. En este sentido, un concepto popular es la idea de que la burbuja para las empresas públicas es la "E" (es decir, el sobrebeneficio de Nvidia), mientras que la burbuja para las empresas privadas es la "P" (es decir, algunas de estas empresas tienen valoraciones significativas antes de su salida a bolsa).

Es evidente que aún hay muchos inversores que creen que estamos en las primeras etapas de algo extraordinario, pero el mercado parece haber evolucionado desde un enfoque de "la marea alta levanta todos los barcos" hacia una visión más matizada sobre quién está relativamente mejor posicionado en el futuro de la IA. Google se ha perfilado hoy como mucho mejor posicionado para los inversores de lo que se percibía al inicio del año gracias a su control de todo el ecosistema, con chips, modelos y aplicaciones integrados verticalmente.

#### La IA como motor del crecimiento económico

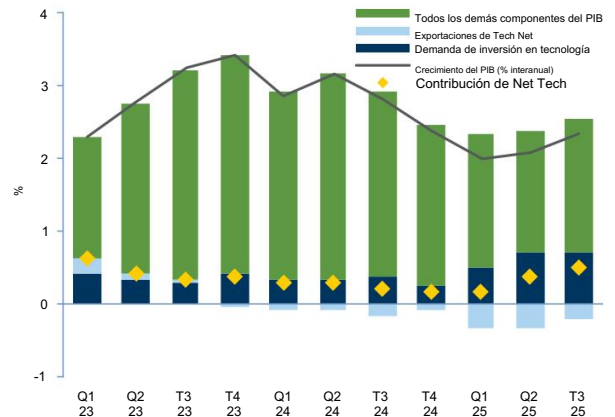
Uno de los mayores conceptos erróneos que se arraigó en el primer semestre de 2025 se centró en la contribución de la IA al crecimiento económico de EE. UU. Declaraciones de destacados economistas y estrategias de investigación sugirieron que la economía estadounidense se encontraría en niveles de recesión sin la inversión en IA: «En ausencia de gasto tecnológico, EE. UU. estaría cerca de la recesión o en recesión este año»<sup>60</sup>, «La IA ha mantenido a la economía fuera de la recesión»<sup>61</sup> y «El PIB, excluyendo estas categorías [equipos de procesamiento de información y software], creció a una tasa anual del 0,1 % en el primer semestre»<sup>62</sup>.

Los datos dicen lo contrario.

Nuestra mejor estimación de la contribución de todos los gastos de capital en tecnología es de 0,5 puntos porcentuales hasta 2025.

#### Gráfico 61: Contribución de la tecnología al crecimiento de EE. UU.

La demanda de inversión en tecnología representó alrededor del 25% del crecimiento del PIB de EE. UU. en 2025.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

Nota: La inversión en tecnología incluye equipos de TI, software, I+D, estructuras de energía y centros de datos. Las exportaciones de Tech Net incluyen computadoras, periféricos, componentes y servicios de propiedad intelectual.

Fuente: Investment Strategy Group, Oficina de Análisis Económico de EE. UU., Haver Analytics.

Crecimiento del PIB de aproximadamente el 2,1 %. Esta cifra es estimada, ya que el PIB del cuarto trimestre no se había publicado al momento de la publicación de estas Perspectivas. El Gráfico 61 muestra la contribución de la demanda de inversión en tecnología, ajustada por el efecto neto de las importaciones y exportaciones de bienes y servicios tecnológicos. La demanda total de inversión en tecnología representó aproximadamente el 25 % del crecimiento del PIB de EE. UU. en 2025. La demanda no tecnológica —principalmente el consumo de los hogares y el gasto público— representó el resto del crecimiento del PIB. Prevemos que la contribución de la inversión en tecnología al PIB continuará en 2026.

Nuestros colegas del equipo de investigación económica de El GIR de Goldman Sachs ha estimado que cuanto más

Los gastos de capital en IA, definidos de manera estricta, contribuyeron aproximadamente el 0,1 % al PIB general en 2025.

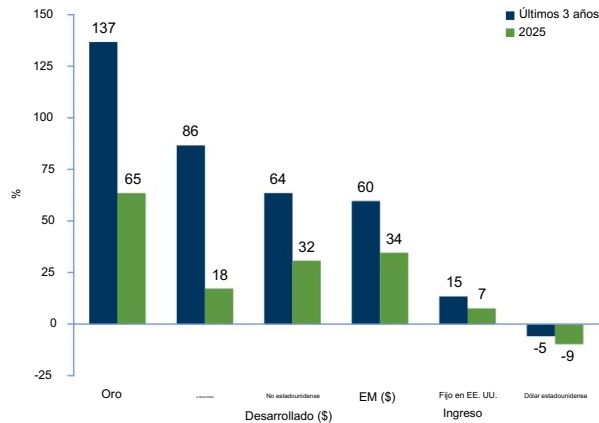
Concluimos con una saludable advertencia de Hinton, el padrino de la IA. En una entrevista con el Financial Times, dijo: «No sabemos qué va a pasar, no tenemos ni idea, y quienes te dicen lo que va a pasar simplemente están siendo tontos». 63

Oro

La apreciación del 65% del precio del oro en 2025 y la del 137% en los últimos tres años han llevado a los clientes a preguntarse si deberían añadir oro a sus carteras. Las rentabilidades se comparan con el 18% y el 86% del S&P 500 en los últimos uno y tres años, respectivamente (véase el Gráfico 62).

### Gráfico 62: Rendimientos totales de 2025 y 3 años

Los precios del oro aumentaron un 137% en los últimos tres años, superando los rendimientos del S&P 500.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

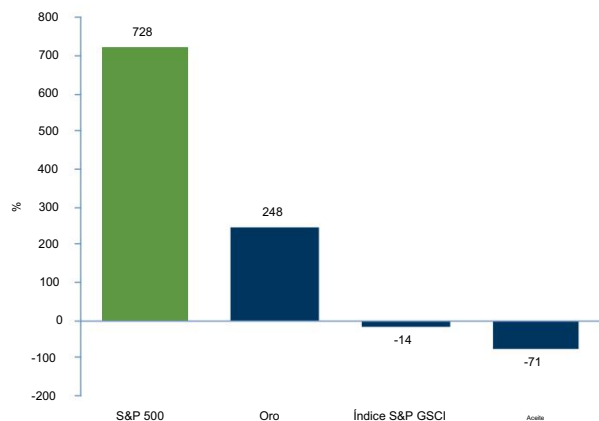
Nota: El oro se basa en su precio al contado. Las rentabilidades se expresan en dólares estadounidenses y se basan en: EE. UU.: S&P 500; países desarrollados no estadounidenses: MSCI EAFE; mercados emergentes: MSCI EM; renta fija estadounidense: Bloomberg US Aggregate Bond Index; dólar estadounidense: DXY Index.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

### Gráfico 63: Rendimiento total desde las materias primas Publicación Insight

Las materias primas han quedado significativamente por detrás de las acciones estadounidenses desde enero de 2010.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: Los rendimientos de las materias primas se basan en los índices de rendimiento total S&P GSCI.

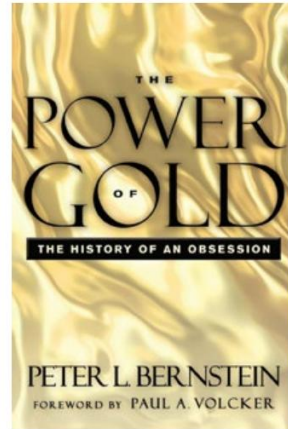
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

La caída del dólar estadounidense y los temores de un aumento de la deuda en relación al PIB a nivel mundial también han despertado el interés en el oro, ya que los clientes temen una devaluación de todas las monedas.

Hay dos preguntas distintas:

1. ¿Tiene el oro un papel en la asignación estratégica de activos de un cliente?



Portada del libro, El poder del oro: La historia de una obsesión.

2. ¿Deberían los clientes asignar tácticamente algunos activos al oro, aprovechando el fuerte impulso de los precios impulsado principalmente por la demanda de oro tanto por parte de los inversores como de los bancos centrales de los mercados emergentes?

En nuestro informe de 2010, Materias primas: Una solución en busca de una estrategia, demostramos por qué las materias primas, incluyendo el oro y el petróleo, no tienen un papel estratégico en las carteras de nuestros clientes. Desde entonces, el S&P 500 ha superado el rendimiento de las materias primas, incluyendo el oro (véase el Gráfico 63).

Reconocemos que el oro ha tenido un estatus especial como reserva de valor y símbolo de riqueza durante miles de años. El gran alijo de oro más antiguo se encontró en un cementerio de Bulgaria, con unos 6000 años de antigüedad. Los egipcios utilizaban lingotes de oro como moneda desde el año 4000 a. C. La moneda más antigua conocida, descubierta en Éfeso, en la actual Turquía, tiene 2700 años y es una aleación de oro y plata.

En muchas culturas, se dan monedas de oro a los niños para conmemorar festividades especiales, se intercambian anillos de oro entre recién casados y los regalos de oro han conferido los más altos niveles de estima, afecto y aprecio a lo largo de la historia de la humanidad.

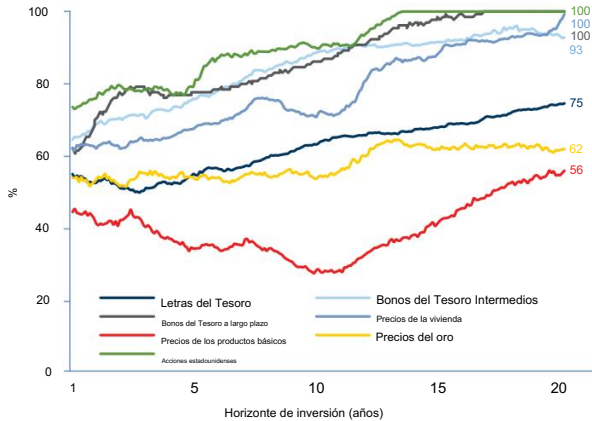
Sin embargo, los filósofos y economistas han enfatizado que el oro es inútil.

Sir Thomas More, el abogado, juez y filósofo inglés que fue canciller de Enrique VIII y fue canonizado por la Iglesia católica como santo, escribió en 1516 en Utopía: "Se sorprenden mucho al oír que el oro, que en sí mismo es una cosa tan inútil, sea tan estimado en todas partes, que incluso los hombres para quienes fue hecho y por quienes tiene su valor, sean considerados de menor valor de lo que es". 64

Peter Bernstein, economista y profesional de inversiones, comienza su libro, El poder del oro: La historia de un... Obsesión, con una historia contada por John Ruskin, un inglés

### Gráfico 64: Frecuencia de superación Inflación durante un horizonte de inversión determinado

Las acciones estadounidenses son una mejor cobertura contra la inflación a largo plazo que el oro.



Datos a 2025.

Nota: El rendimiento de los activos se mide en relación con la inflación general de los precios al consumidor.

El análisis se basa en datos desde 1971.

Fuente: Investment Strategy Group, Oficina de Estadísticas Laborales, Economist, Datastream, Bloomberg, Ibbotson, Robert Shiller.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

Político del siglo XIX.65 «Ruskin contó la historia de un hombre que subió a un barco con toda su riqueza en una gran bolsa de monedas de oro. A los pocos días de viaje se desató una terrible tormenta y se dio la alarma para abandonar el barco.

Ajustándose la bolsa a la cintura, el hombre subió a cubierta, saltó por la borda y se hundió rápidamente. Ruskin pregunta: «Ahora bien, mientras se hundía, ¿tenía él el oro? ¿O el oro lo tenía a él?».

#### El análisis de asignación estratégica de activos

No recomendamos a nuestros clientes que incorporen a una cartera bien diversificada activos que no generen ingresos ni ganancias, que no sean una cobertura fiable contra la inflación ni protejan la cartera contra pérdidas. El oro ha sido uno de estos activos. Como se muestra en el Gráfico 64, el S&P 500 ha sido una cobertura contra la inflación mucho más fiable que el oro desde 1971, cuando el presidente Richard Nixon suspendió la convertibilidad del dólar estadounidense en oro.

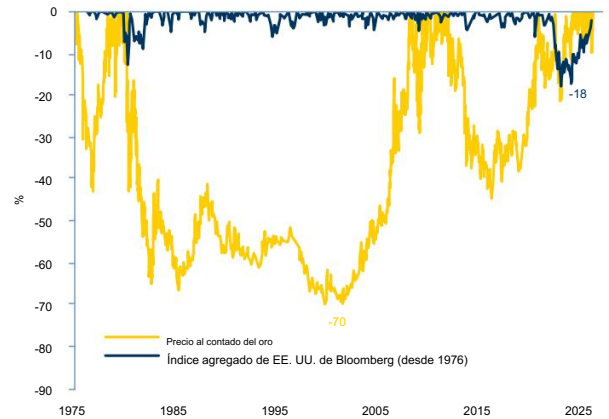
Desde 1971, los activos estadounidenses han experimentado períodos en los que tanto las acciones como los bonos han tenido rendimientos nominales negativos a 12 meses solo el 2 % del tiempo. Esto ocurrió durante los períodos de 12 meses que finalizaron entre mayo de 2022 y marzo de 2023. El rendimiento promedio del oro durante estos períodos fue del -1,8 %.

Además, el oro ha experimentado caídas profundas y prolongadas, como se muestra en el Gráfico 65, con una caída máxima del 70% y rendimientos negativos que duraron 26 años.

### Anexo 65: Oro y tipo de cambio fijo estadounidense

#### Retiros de ingresos

El oro ha sufrido caídas profundas y prolongadas, con un mínimo del 70%.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

Estratégicamente, no recomendamos una asignación al oro.

#### El análisis de asignación táctica de activos

El difunto Paul Volcker, expresidente de la Reserva Federal, a quien se le atribuye la reducción de la inflación, que superó el 10%, a finales de la década de 1970, contribuyó al prólogo de la última edición del libro de Bernstein. Allí escribió: «Sí, el oro estará con nosotros, valorado no solo por sus cualidades intrínsecas, sino como último refugio y reserva de valor en tiempos turbulentos». 66

Sin duda, nos enfrentamos a tiempos turbulentos, tanto a nivel nacional en muchos países desarrollados como en mercados emergentes, como a nivel mundial, con crecientes tensiones geopolíticas en todos los continentes. También observamos un aumento en los niveles de deuda/ PIB en los países desarrollados y emergentes.

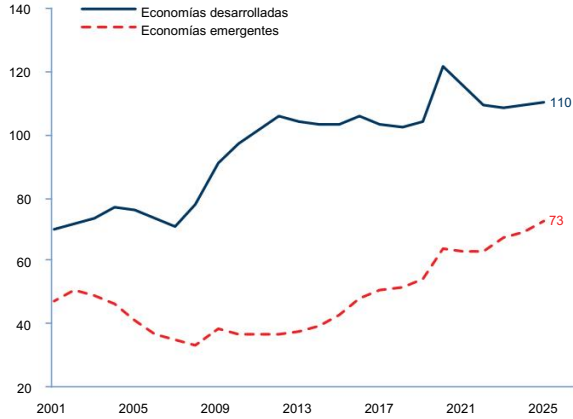
Dada nuestra visión de la preeminencia estadounidense, no creemos que los clientes deban refugiarse en el oro. Sin embargo, para aquellos que no comparten nuestra visión de la preeminencia estadounidense —y que, en cambio, se preocupan por la devaluación de las monedas fiduciarias, incluido el dólar estadounidense, y el aumento de la deuda en relación con el PIB en los países desarrollados y emergentes—, una pequeña inversión en oro como póliza de seguro podría ser adecuada (véase el Gráfico 66).

Pero esta asignación conlleva una advertencia. El oro ha exhibido un comportamiento explosivo de precios desde marzo de 2024 (véase el Gráfico 67). Este aumento de precios ha seguido las constantes compras de oro por parte de las centrales de los mercados emergentes.

PERSPECTIVAS 2026

Gráfico 66: Ratio deuda/PIB en economías desarrolladas y emergentes

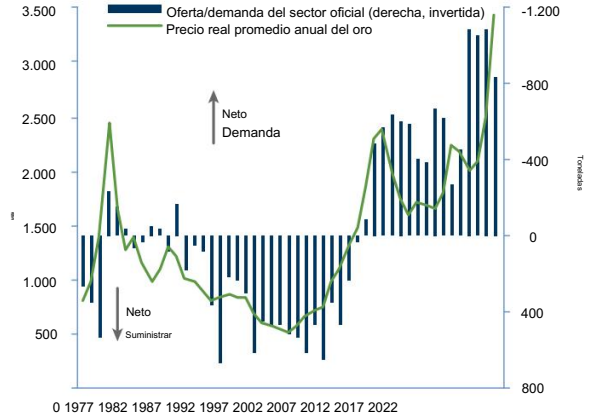
Los ratios deuda/PIB han aumentado.



Datos hasta 2025.  
 Nota: 2025 basado en estimaciones del FMI a octubre de 2025.  
 Fuente: Investment Strategy Group, FMI, Haver Analytics.

Gráfico 68: Rendimiento del precio del oro frente a las compras del sector oficial

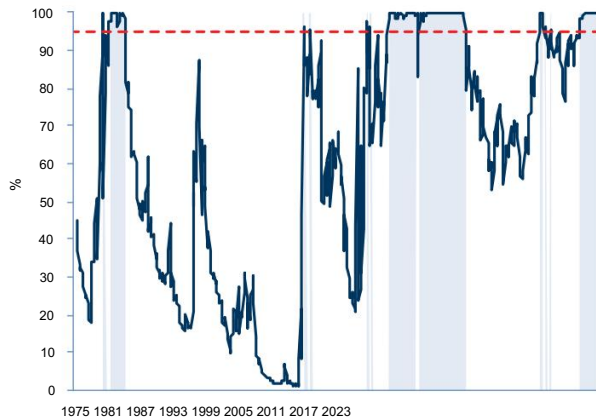
Las compras del sector oficial han aumentado significativamente desde 2022.



Datos hasta 2025.  
 Nota: Datos de 2025 anualizados.  
 Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Consejo Mundial del Oro.

Anexo 67: Importancia estadística de los explosivos  
 Comportamiento del precio del oro

El oro ha exhibido un comportamiento de precios explosivo desde marzo de 2024.

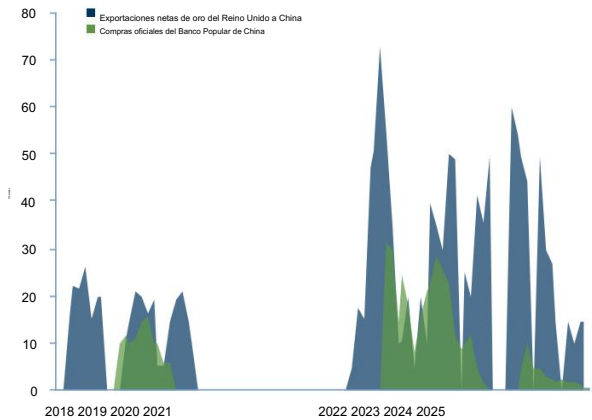


Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.  
 Nota: La significancia estadística del comportamiento explosivo mide el grado de respaldo a la presencia de una burbuja en los datos. La metodología se ha replicado del artículo académico de Peter CB Phillips et al., «Testing for Multiple Bubbles: Historical Episodes of Exuberance and Collapse in the S&P 500», International Economic Review, 2015.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Gráfico 69: Compras oficiales de oro del Banco Popular de China frente a exportaciones netas de oro del Reino Unido a China

Las compras reales del Banco Popular de China podrían ser múltiples de las compras informadas oficialmente.



Datos hasta noviembre de 2025.  
 Nota: Datos de las exportaciones netas del Reino Unido hasta octubre de 2025.  
 Fuente: Investment Strategy Group, FMI, Haver Analytics, UK HM Revenue & Customs, Goldman Sachs Global Investment Research.

bancos. Estas compras casi se han duplicado desde la invasión rusa de Ucrania en 2022, cuando se congelaron los activos rusos en instituciones occidentales (véase el Gráfico 68).

El mayor comprador ha sido el Banco Popular de China. Existe poca claridad sobre sus compras exactas.

Utilizando datos sobre las exportaciones netas de oro del Reino Unido a China,

Nuestros colegas de GIR han estimado que las compras del Banco Popular de China a través del mercado extrabursátil de Londres podrían ser múltiples de las compras oficiales reportadas (véase el Anexo 69). También creen que China podría estar aumentando sus reservas de oro hasta alcanzar el objetivo del 20% de sus reservas.

Los hogares chinos también han sido fuertes compradores de lingotes y monedas de oro.

Clientes que estén inclinados a considerar dicha asignación

Debe tener en cuenta lo siguiente:

- Si bien no existe una métrica de valoración perfecta para el oro, su valor se cotiza muy por encima del costo total de producción del oro y ofrece una rentabilidad razonable sobre el capital a los mineros.

Los bancos centrales vendieron oro de forma constante durante unos 20 años, entre 1989 y 2007. Durante este período, el precio del oro experimentó una caída del 50%, desde su máximo hasta su mínimo. Esta rápida caída impulsó a los bancos centrales occidentales a alcanzar un Acuerdo sobre el Oro entre Bancos Centrales para limitar sus ventas de oro.

- Willem Buiters, ex miembro del Comité Monetario

El Comité de Política del Banco de Inglaterra y ex economista jefe global de Citigroup advirtieron recientemente a los inversores que deberían invertir en oro sólo si pueden permitirse perder la mayor parte o la totalidad de su inversión.

En su opinión, "el mundo es un prisionero irreflexivo de la historia cuando trata al oro como una reserva de valor".<sup>67</sup>

En una cartera optimizada para una asignación de entre el 1% y el 2% al oro, los fondos provendrían de fondos de cobertura y de renta fija de alto rendimiento.

Bitcoin: la criptomoneda más grande por capitalización de mercado

Desde que publicamos nuestro ISG Insight titulado " Activos Digitales: La belleza no está en el ojo del observador" en junio de 2021, nos han preguntado si ha cambiado nuestra visión de bitcoin como activo de inversión. Tanto clientes como colegas se han preguntado si la apreciación del 130 % de bitcoin desde entonces, el exitoso lanzamiento de los fondos cotizados en bolsa (ETF) de bitcoin, la visión favorable de la administración Trump hacia las criptomonedas y el lanzamiento creativo de las empresas de tesorería de activos digitales han cambiado nuestra opinión de que bitcoin no merece un lugar en las carteras de inversión de nuestros clientes.

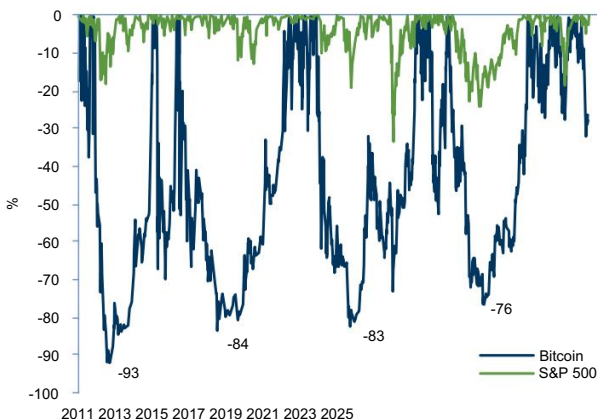
La respuesta es un rotundo no. Ninguno de estos desarrollos conduce a una tesis de inversión viable. De hecho, estamos aún más convencidos que en 2021 de que el bitcoin no tiene valor real, de que es un activo especulativo y comercial, y de que solo prácticas cuestionables sustentan su precio actual.

Como hemos compartido en el pasado, esperamos que un activo invertible cumpla al menos tres de los siguientes criterios:

- Generar un flujo de efectivo estable y confiable de forma contractual. base, como los bonos.
- Generar ganancias a través de la exposición al crecimiento económico, como las acciones.
- Proporcionar una diversificación consistente y confiable beneficios para una cartera.

## Gráfico 70: Caídas de pico a valle en Precios de Bitcoin

La magnitud de las caídas de Bitcoin es significativa.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

- Amortiguar la volatilidad.
- Proporcionar una cobertura consistente y confiable contra la inflación o la deflación como reserva de valor.

No creemos que Bitcoin cumpla ninguno de estos criterios. En resumen:

**Generar un flujo de caja estable:** Las criptomonedas nativas no generan contractualmente un flujo de caja constante como un bono. Si bien se puede generar rendimiento mediante staking o préstamos descentralizados, estos rendimientos son incentivos tecnológicos variables, más que obligaciones legales.

No están garantizados, fluctúan según la actividad de la red y conllevan riesgos únicos, como multas por recortes o fallas en los contratos inteligentes.

**Generar ganancias:** A diferencia de las acciones, las criptomonedas, tal como están estructuradas actualmente, no generan ganancias vinculadas al crecimiento económico. No existe una justificación económica que sustente una trayectoria ascendente de precios.

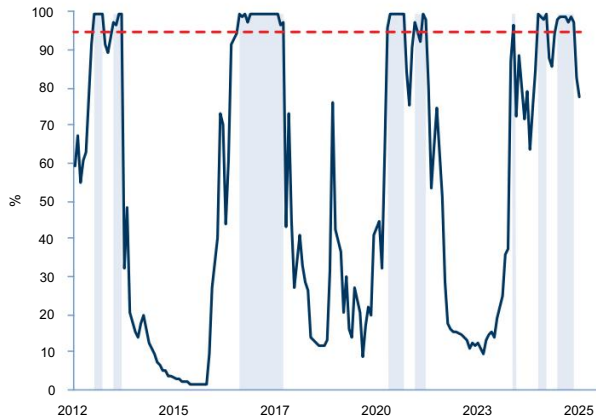
**Ofrecer ventajas de diversificación:** Bitcoin no ofrece ventajas de diversificación a una cartera diversificada de riesgo moderado de ISG. Incluso una asignación del 1% a bitcoin en nuestras carteras modelo requiere una rentabilidad anualizada del 60%, debido a su alta volatilidad y a la incertidumbre sobre su prima de riesgo.

**Amortigua la volatilidad:** Bitcoin no amortigua la volatilidad.

Su volatilidad desde 2014 ha rondado el 80 %. Si bien ha disminuido con el tiempo, sigue siendo tres veces más volátil que la renta variable estadounidense. La magnitud de las caídas es significativa (véase el Gráfico 70).

## Anexo 71: Importancia estadística de los explosivos Comportamiento del precio de Bitcoin

Bitcoin exhibió un comportamiento de precios explosivo hasta su reciente caída máxima del 33% en octubre de 2025.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: La significancia estadística del comportamiento explosivo mide el grado de respaldo a la presencia de una burbuja en los datos. La metodología se ha replicado del artículo académico de Peter CB Phillips et al., «Testing for Multiple Bubbles: Historical Episodes of Exuberance and Collapse in the S&P 500», International Economic Review, 2015.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Cobertura contra la inflación o la deflación como reserva de valor: La historia de bitcoin es limitada, por lo que no tenemos evidencia de que sea una cobertura fiable contra la inflación o la deflación. El análisis de unos 15 años de datos muestra que bitcoin tiene una correlación ligeramente negativa con el IPC subyacente, de -0,12. Las acciones siguen siendo la cobertura más consistente y confiable contra la inflación a lo largo del tiempo, y los bonos de alta calidad siguen siendo la cobertura más consistente y confiable contra la deflación.

No creemos que Bitcoin sea una clase de activo estratégica para las carteras ya bien diversificadas de nuestros clientes.

### La visión táctica

Al esbozar anteriormente posibles definiciones de una burbuja, sugerimos las siguientes como posibles candidatas:

- **Desviación significativa del valor razonable en función de**  
Análisis fundamental de los flujos de caja y el potencial de apreciación del precio de un activo: No podemos medir el valor razonable de un activo como el bitcoin. Damodaran, el reconocido experto en valoración, afirmó: «No se puede valorar el bitcoin ni invertir en él. Solo se puede fijar su precio y negociarlo». 68  
Agregó que los «instintos de juego» son un rasgo necesario para quienes comercian con bitcoin.
- **Crédito barato que está fácilmente disponible y da lugar a una mayor toma de riesgos y especulación:** las empresas de tesorería digital han emitido acciones y deuda para invertir en bitcoin sin ninguna justificación de inversión adicional.

## Gráfico 72: Bitcoin vs. rentabilidad apalancada del S&P 500

Los rendimientos del S&P 500, apalancados para igualar la volatilidad de Bitcoin, habrían superado a los de Bitcoin.

Junio de 2021–diciembre de 2025	Bitcoin del S&P 500	Apalancado S&P 500	
Rendimiento compuesto anualizado	12,2%	18,2%	21,3%
Volatilidad	16,9%	53,3%	53,3%
Relación de Sharpe	0,57	0,54	0,57

Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: La rentabilidad del S&P 500 apalancado se reequilibra diariamente para mantener el mismo nivel de volatilidad. Datos desde la publicación de nuestro artículo « Activos digitales: La belleza no está en el ojo del observador».

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

- **Comportamiento explosivo del precio:** Bitcoin exhibió un comportamiento explosivo Comportamiento del precio hasta su caída máxima del 33% en octubre de 2025 (véase la Gráfica 71). Como muestra la Gráfica 71, entre 2012 y 2021, la significancia estadística del comportamiento explosivo del precio de bitcoin superó el 95%. En esos tres casos, tras revertirse la significancia estadística y caer por debajo del 95%, las rentabilidades posteriores fueron del -67%, -64% y -70%, respectivamente, durante los 12 meses siguientes.

- **La manada gravita hacia el mismo activo o**

Tema de inversión: El Financial Times se ha referido

El ritmo al que se han establecido las empresas de tesorería de criptomonedas como una "moda" ha establecido "paralelismos con los esquemas Ponzi". 69, 70 Una empresa de embalajes corrugados anunció que compraría los tokens criptográficos del proyecto de escaneo de iris de Sam Altman; sus acciones se revalorizaron más del 3000%, para luego caer un 99%. • **La ingeniería financiera es la fuente de demanda de un activo que impulsa los precios:** los futuros perpetuos sobre bitcoin, recientemente introducidos, permiten a los inversores aprovechar sustancialmente su exposición a este activo.

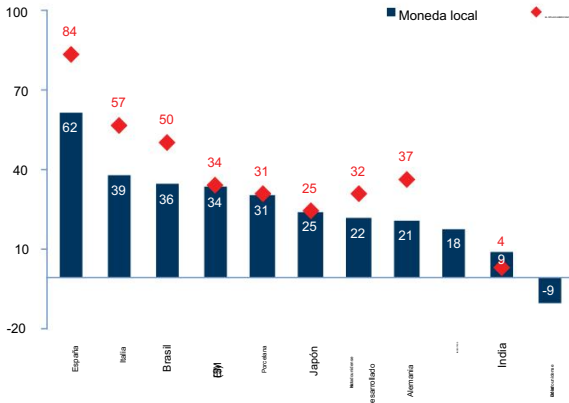
- **Una burbuja es algo que estalla, lo que produce una fuerte caída en los valores de los activos:** para un activo que ha tenido cuatro caídas de precio de más del 70% desde 2011, una caída del 33% de máximo a mínimo no refleja una burbuja que haya estallado.

Creemos que Bitcoin exhibe características similares a una burbuja.

Para los clientes interesados en la rentabilidad de bitcoin, recomendamos considerar la volatilidad adicional de una inversión en bitcoin. En lugar de invertir en bitcoin, los clientes pueden aumentar su apalancamiento en el S&P 500 y, en general, obtener un mejor rendimiento absoluto y ajustado al riesgo. Como se muestra en el Gráfico 72, si un inversor hubiera apalancado su exposición al S&P 500 para igualar la volatilidad de bitcoin, su rentabilidad habría sido superior a la de bitcoin.

### Gráfico 73: Rentabilidad total en moneda local y dólares estadounidenses en 2025

Las acciones estadounidenses ofrecieron los rendimientos más bajos de todos los países importantes, con la excepción de India.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: Rendimientos basados en: EE. UU.: S&P 500 (USD), países desarrollados no estadounidenses: MSCI EAFE (local), Japón: MSCI Japón (JPY), Alemania: MSCI Alemania (EUR), España: MSCI España (EUR), Italia: MSCI Italia (EUR), EM: MSCI EM (\$), China: MSCI China (HKD), Brasil: MSCI Brasil (BRL), India: MSCI India (INR), renta fija estadounidense: Bloomberg US Aggregate Bond Index, dólar estadounidense: índice DXY.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

## En resumen: implicaciones para la inversión

La renta variable estadounidense, medida por el S&P 500, ofreció una rentabilidad total muy atractiva del 18% en 2025, muy por encima de su promedio a largo plazo y considerablemente superior a las expectativas a principios de año.

La rentabilidad base de ISG para el S&P 500 era del 8%. En nuestro escenario más favorable, al que le habíamos asignado una probabilidad del 25%, habíamos previsto una rentabilidad del 14%.

Sin embargo, a pesar de lo altos que fueron estos rendimientos, la renta variable estadounidense generó los rendimientos más bajos de cualquier país importante, con la excepción de India (véase el Gráfico 73). Los rendimientos fueron aún menos atractivos en comparación con los de otros mercados en dólares estadounidenses, dada la depreciación del 9% del dólar.

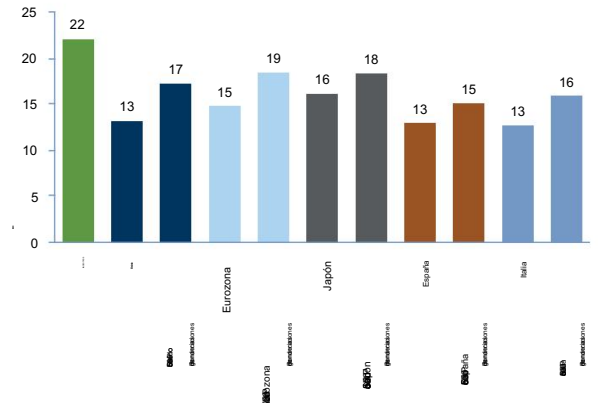
A pesar del desempeño rezagado de Estados Unidos y del mayor crecimiento de las ganancias por acción, las valoraciones estadounidenses siguen siendo más altas que las de todos los demás países, excepto India. España e Italia, por ejemplo, comercian con un descuento del 40% y el 42%, respectivamente, respecto a Estados Unidos. Brasil lo hace con un descuento del 58% y China del 44%. India es el único país que comercia con una prima del 3% respecto a Estados Unidos (véanse los gráficos 74 y 75).

Incluso ajustando los pesos sectoriales, dado el mayor peso de las empresas tecnológicas de más rápido crecimiento en el S&P 500, las acciones estadounidenses siguen siendo sustancialmente más caras.

### Anexo 74: Relación precio-beneficio futuro—

Estados Unidos vs. mercados desarrollados

Las valoraciones de las acciones estadounidenses siguen siendo más altas que las de otros mercados, incluso en términos ajustados por sector.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

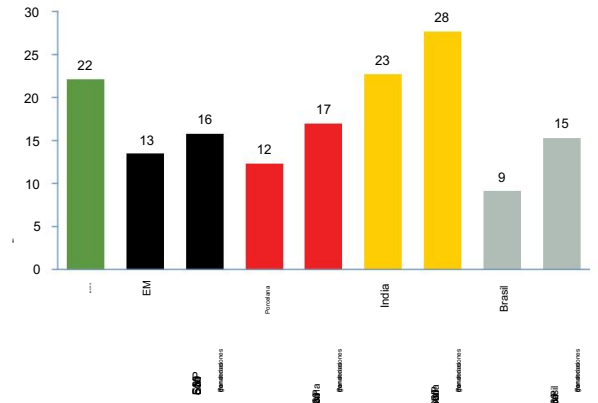
Nota: EE. UU. se basa en el índice S&P 500. Todas las demás regiones se basan en su respectivo índice MSCI.

Fuente: Investment Strategy Group, FactSet.

### Anexo 75: Relación precio-beneficio futuro—

Estados Unidos frente a mercados emergentes

Las acciones estadounidenses son las más caras después de las de la India entre los principales mercados de valores.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Nota: EE. UU. se basa en el índice S&P 500. Todas las demás regiones se basan en su respectivo índice MSCI.

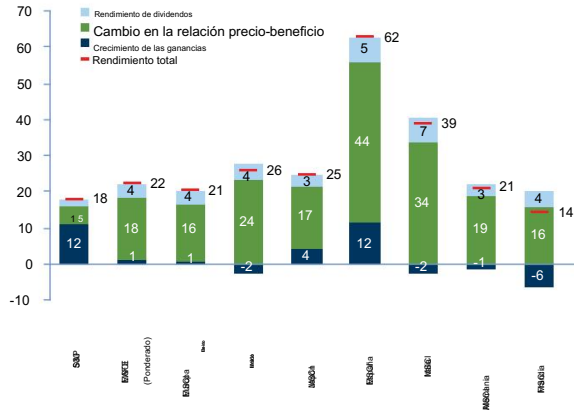
Fuente: Investment Strategy Group, FactSet.

Considerando las menores valoraciones de la mayoría de las acciones no estadounidenses, así como el impulso de los precios que ha favorecido a las acciones no estadounidenses en el último año, los clientes pueden preguntarse por qué no estamos infraponderando las acciones estadounidenses, si no estratégicamente, al menos tácticamente.

PERSPECTIVAS 2026

Anexo 76: Descomposición de los países desarrollados  
Rendimientos de las acciones del mercado en 2025

El desempeño superior de los mercados fuera de EE.UU. puede explicarse por la expansión múltiple.



Datos al 31 de diciembre de 2025.  
Nota: Las rentabilidades se miden en moneda local. Las cifras podrían no coincidir debido al redondeo. La composición de la rentabilidad total de EAFE se calcula utilizando las ponderaciones de capitalización bursátil de Europa, el Reino Unido y Japón. El crecimiento de las ganancias se basa en las ganancias realizadas hasta el tercer y cuarto trimestres. La variación en el ratio precio-beneficio incluye el efecto compuesto entre el crecimiento de las ganancias y la variación en las valoraciones. Fuente: Investment Strategy Group, Datastream, Bloomberg, FactSet. El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

La razón para mantener nuestra sobreponderación estratégica se sustenta en nuestra visión de la preeminencia estadounidense y la creciente brecha entre Estados Unidos y el resto del mundo, como se mencionó anteriormente. La agitación de 2025 y la que probablemente experimentaremos durante el resto de la administración Trump no socavarán la preeminencia estadounidense.

La razón para no infraponer tácticamente la renta variable estadounidense en relación con la renta variable de los mercados desarrollados y emergentes se debe principalmente al potencial de crecimiento de beneficios más rápido y fiable de las empresas estadounidenses. Además, algunos factores que podrían afectar a Estados Unidos, como el aumento de la deuda sobre el PIB, la creciente carga de las pensiones y las tensiones políticas y geopolíticas, también obstaculizan el crecimiento de otros países. Como se muestra a continuación, el descuento a favor de EE. UU. está justificado.

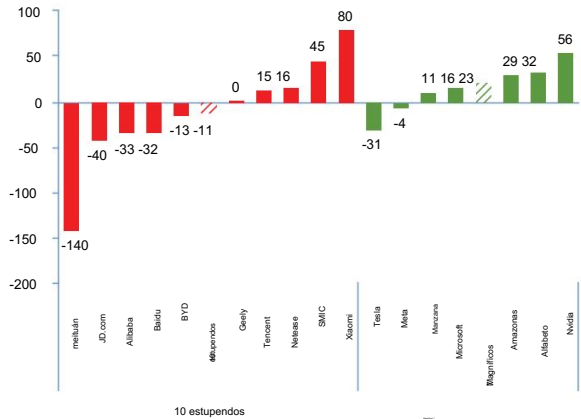
Tampoco esperamos que el impulso de los precios que impulsó los retornos de las acciones no estadounidenses persista en 2026, especialmente porque la mayor parte del desempeño superior de las acciones no estadounidenses ocurrió en los primeros cuatro meses de 2025.

Ganancias: Nuestro ancla

Las tasas de crecimiento de las ganancias son el motor de los retornos a largo plazo. Nuestras decisiones estratégicas y tácticas de asignación de activos están respaldadas por una visión del crecimiento de las ganancias en todos los sectores y países con el supuesto de que los precios sigan

Gráfico 77: Crecimiento de las ganancias por acción (EPS) en 2025: empresas tecnológicas estadounidenses frente a chinas

Las ganancias de las 10 empresas tecnológicas más importantes de China cayeron un 11%, mientras que las de las 7 magníficas de Estados Unidos aumentaron un 23%.



Datos al 31 de diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, FactSet.

Ganancias a lo largo del tiempo. Claro que hay ocasiones en que los precios se desvían de las ganancias, y 2025 fue uno de esos años.

Ganancias de 2025

Primero comparamos las ganancias de 2025 en los mercados desarrollados y emergentes fuera de EE. UU.

Las empresas estadounidenses superaron en rentabilidad a todas sus contrapartes de los principales países desarrollados. Sin embargo, los precios no siguieron los resultados. Por ejemplo, las ganancias en EE. UU. crecieron un 11,5 %, en comparación con una disminución del 2 % en Italia. Sin embargo, la renta variable italiana tuvo una rentabilidad del 39 %, en comparación con el 18 % de la estadounidense.

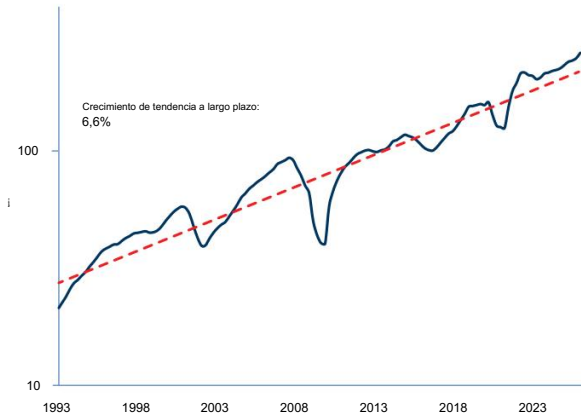
El desempeño superior de todos los países que se muestran en el Gráfico 76 fue impulsado por una importante expansión múltiple: la altura de las barras verdes para todos los mercados desarrollados excepto Estados Unidos es mayor que para Estados Unidos.

De manera similar, las empresas estadounidenses superaron en rentabilidad a sus contrapartes en grandes mercados emergentes, aunque estos países superaron a EE. UU. gracias a su expansión múltiple. Los únicos otros países importantes que registraron un crecimiento muy sólido de las ganancias fueron Taiwán, con un 16 %, y Corea del Sur, con un 31 %; este crecimiento fue impulsado por empresas como Taiwan Semiconductor Manufacturing Company y Samsung Electronics.

Las ganancias de las empresas chinas cayeron un 2%, y sin embargo, El mercado de valores de China tuvo un rendimiento del 31% en moneda local

Gráfico 78: Crecimiento de las ganancias del S&P 500

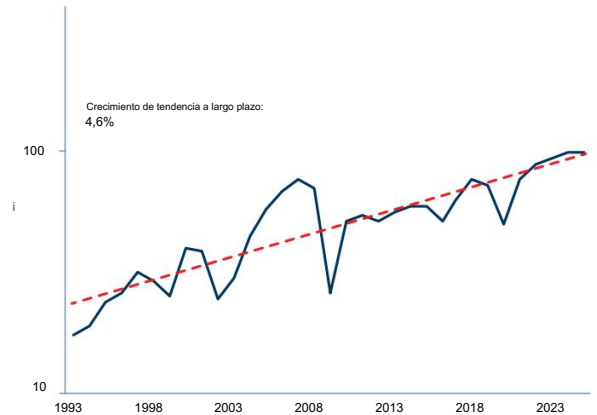
El EPS del S&P 500 ha crecido a un ritmo constante en las últimas décadas.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, S&P Global.

Gráfico 79: Crecimiento de las ganancias del MSCI EAFE

El crecimiento de las ganancias por acción (EPS) de tendencia en los mercados desarrollados no estadounidenses ha sido más débil que en Estados Unidos.



Datos hasta 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

Sus empresas tecnológicas tuvieron un desempeño particularmente pobre. Las ganancias de las empresas tecnológicas "Terrific 10" cayeron un 11%, mientras que las de las Magnificent 7 en Estados Unidos aumentaron un 23% en 2025, una sorprendente diferencia de 34 puntos porcentuales (ver Gráfico 77).

Ganancias de tendencia

Desde 1992, el crecimiento de las ganancias en EE. UU. ha sido un 55 % superior al de los mercados desarrollados no estadounidenses: 7,9 % anual frente al 5,1 %. Dado que comparar las ganancias con un solo período puede ser muy sensible a las fechas de inicio y fin, también consideramos las tendencias a largo plazo. El crecimiento de las ganancias tendencial del S&P 500 es del 6,6 %, en comparación con el crecimiento tendencial en los mercados desarrollados no estadounidenses del 4,6 % (véanse los gráficos 78 y 79). Durante este período, el crecimiento del PIB de EE. UU. fue del 2,6 %, frente al 1,5 % en las economías desarrolladas no estadounidenses.

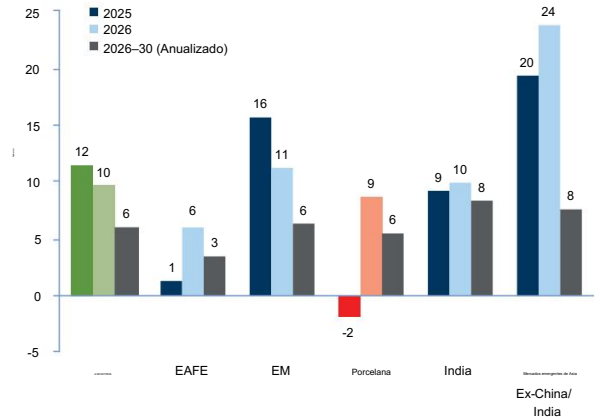
El panorama es más complejo en la renta variable de los mercados emergentes. Las ganancias han crecido un 5,6 % desde 1992, y la tasa de crecimiento tendencial ha sido del 6,5 %. Sin embargo, la tendencia a largo plazo es engañosa: desde la crisis financiera mundial, la tasa de crecimiento tendencial ha sido del -0,4 %.

2026 y los próximos cinco años

En nuestras previsiones base para 2026, prevemos que las empresas estadounidenses superarán en rentabilidad a sus homólogos de los mercados desarrollados y tendrán un rendimiento ligeramente inferior al de los países emergentes. Se espera que los impulsores de estas sólidas ganancias en los mercados emergentes sean Corea y Taiwán, ya que siguen beneficiándose del crecimiento de la IA.

Gráfico 80: Crecimiento de las ganancias globales

Esperamos que las empresas estadounidenses ganen más que sus contrapartes desarrolladas.



Datos al 31 de diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Datastream, FactSet.  
Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Nuestras previsiones base para los próximos cinco años reflejan un patrón similar, como se muestra en el Gráfico 80.

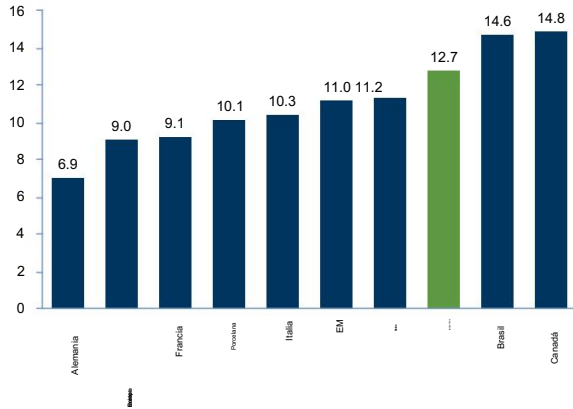
Es importante destacar que los mercados desarrollados no estadounidenses están sustancialmente por detrás de los países de mercados emergentes en cuanto a crecimiento de las ganancias.

Márgenes superiores

Nuestro optimismo sobre las mayores tasas de crecimiento de las ganancias a largo plazo y la sostenibilidad de esas mayores tasas en el futuro

### Gráfico 81: Márgenes de beneficio neto por país

Las empresas estadounidenses tienen márgenes de beneficio relativamente altos.



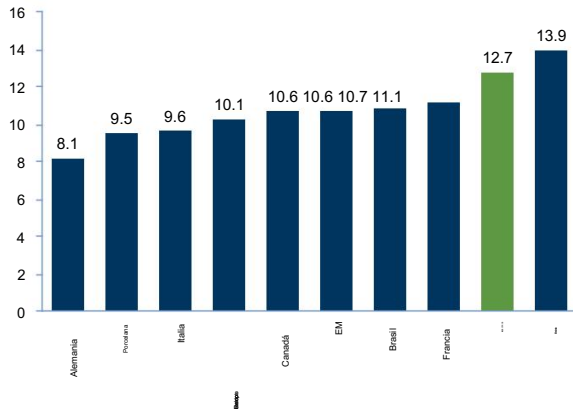
Datos a 2025.

Nota: Los datos muestran el promedio de los últimos 5 años.

Fuente: Investment Strategy Group, FactSet.

### Anexo 82: Márgenes de beneficio neto ajustados para EE. UU. Pesos de venta

Incluso ajustando la combinación de negocios, Estados Unidos todavía tiene márgenes más altos que otros países.



Datos a 2025.

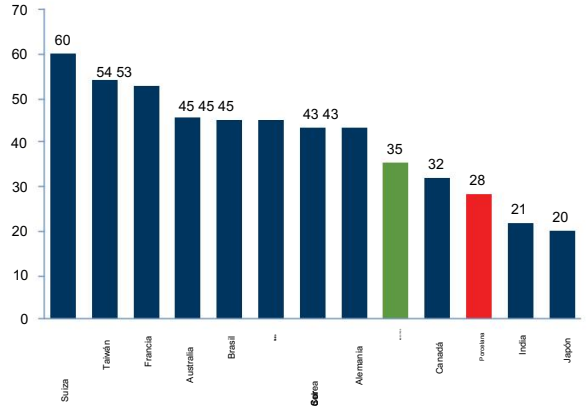
Nota: Los datos muestran el promedio de los últimos 5 años.

Fuente: Investment Strategy Group, FactSet.

EE.UU. se debe a los márgenes superiores de las empresas estadounidenses. El S&P 500 ofrece a los inversores la oportunidad de aprovechar la combinación de negocios con mayor margen en EE. UU., como la del sector tecnológico (véase el Gráfico 81). Cabe destacar que Brasil y Canadá tienen márgenes más altos debido a su mayor exposición al sector financiero. Una vez ajustados

### Gráfico 83: Participación de las 10 principales acciones en el mercado Capitalización

Muchos mercados de valores desarrollados y emergentes tienen una mayor concentración que el mercado estadounidense.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

En cuanto a la combinación de negocios, Estados Unidos todavía tiene márgenes más altos que otros países (véase el Gráfico 82).

La mayoría de las empresas europeas operan con márgenes inferiores a los de las empresas de los mercados emergentes.

#### Concentración

La concentración en los mercados de valores no tiene ninguna significación estadística para explicar los rendimientos futuros.

Sin embargo, sabemos que algunos clientes preguntarán si pueden lograr una diversificación superior en mercados no estadounidenses.

Muchas acciones de mercados desarrollados y emergentes tienen una concentración sustancialmente mayor que el mercado de acciones de EE. UU. (véase el gráfico 83).

Además, las 10 principales acciones de Estados Unidos generan un retorno sobre el capital mucho mayor y márgenes más elevados que sus contrapartes de los mercados desarrollados.

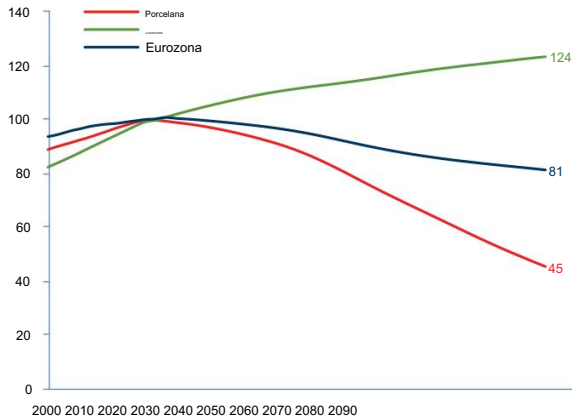
#### Demografía

En comparación con otros países y regiones, Estados Unidos tiene una demografía más favorable (véanse los gráficos 84 y 85).

Estados Unidos también tiene la edad de jubilación más alta, junto con Japón. El estadounidense promedio se jubila a los 67 años, mientras que el francés promedio, por ejemplo, se jubila a los 62 (véase el Gráfico 86). Una edad de jubilación más temprana en cualquier país implica que la proporción de personas jubiladas en relación con la población en edad laboral será mayor.

### Gráfico 84: Proyecciones de población total

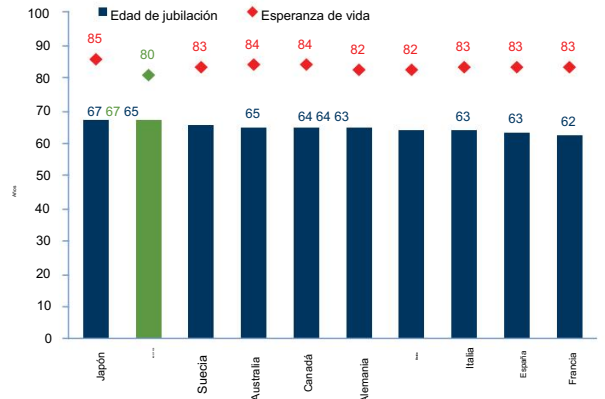
Estados Unidos tiene una demografía favorable en términos de crecimiento poblacional.



Datos hasta 2023. Pronóstico hasta 2099.  
Fuente: Investment Strategy Group, Naciones Unidas, Haver Analytics.  
Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

### Gráfico 86: Edad efectiva de jubilación por país

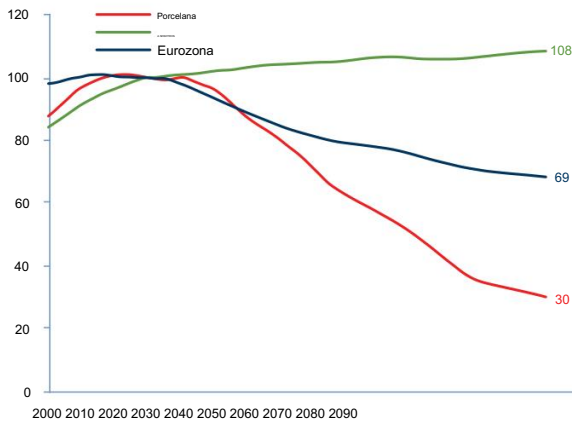
El estadounidense medio se jubila a los 67 años, mientras que el francés medio se jubila a los 62.



Datos a 2024.  
Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics, OCDE.

### Anexo 85: Población en edad de trabajar Proyecciones

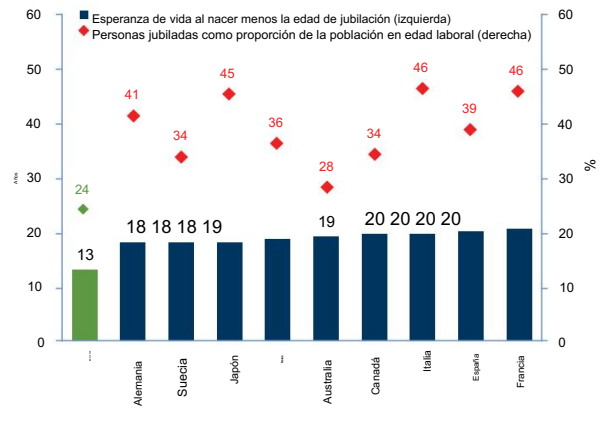
Estados Unidos tiene una demografía favorable en términos de crecimiento de la población en edad laboral.



Datos hasta 2023. Pronóstico hasta 2099.  
Fuente: Investment Strategy Group, Naciones Unidas, Haver Analytics.  
Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

### Anexo 87: Tiempo de jubilación y proporción de Población jubilada por país

En Estados Unidos el porcentaje de personas jubiladas es bajo.



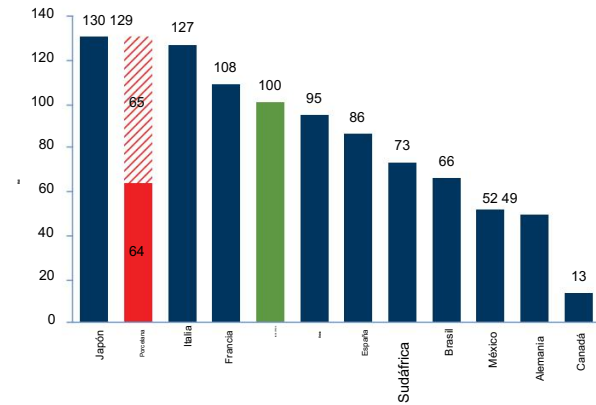
Datos a 2024.  
Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics, OCDE.

El ciudadano francés medio también tiene una mayor esperanza de vida, por lo que el número de años entre la jubilación y la muerte es mucho mayor en Francia que en Estados Unidos (véase

Gráfico 87). Por supuesto, la necesidad de pagar las pensiones de jubilación ejerce una presión adicional sobre la trayectoria de la deuda respecto del PIB de cada país.

### Gráfico 88: Deuda pública neta por país

Varios países tienen ratios de deuda/PIB más elevados que Estados Unidos.



Datos a 2025.

Nota: Según estimaciones del FMI a octubre de 2025, la deuda pública oficial de China asciende al 64 % del PIB. El FMI estima que su deuda pública aumentada asciende al 129 % del PIB. Esta deuda pública aumentada amplía el alcance del gobierno para incluir los fondos gubernamentales y la actividad de los vehículos de financiación de los gobiernos locales (VGFL), cuyas actividades se consideran cuasifiscales.

Fuente: Investment Strategy Group, FMI, Haver Analytics.

### Deuda/PIB

Ya abordamos las preocupaciones sobre la trayectoria de la deuda con respecto al PIB de EE. UU. en este informe. Consideramos útil ofrecer un contexto global (véase el Gráfico 88). Ningún otro país se beneficia del "privilegio exorbitante" del que goza EE. UU. Como se mencionó anteriormente, la investigación académica sugiere que la capacidad fiscal de EE. UU. es un 22 % mayor gracias a este privilegio.

### Evaluación del descuento de valoración de las acciones estadounidenses

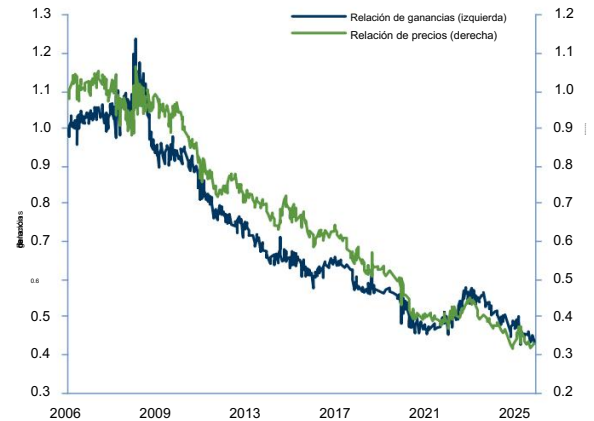
Si bien EE. UU. puede tener ganancias superiores, esta ventaja no impidió que el mercado de valores estadounidense quedara rezagado respecto a la rentabilidad de otros países en 2025, en algunos casos de forma significativa. Si bien la renta variable estadounidense podría volver a quedar rezagada, creemos que el descuento en las valoraciones, tanto en la renta variable de los mercados desarrollados como en la de los emergentes, refleja adecuadamente el menor crecimiento de las ganancias de estas regiones en comparación con EE. UU. (véanse los gráficos 89 y 90).

### Segundo año de presidentes en su segundo mandato

Prevedemos que el segundo año del segundo mandato del presidente Trump será tan tumultuoso como el primero. Las tensiones geopolíticas con China no cederán; la guerra entre Rusia y Ucrania no terminará fácilmente; Israel, Hamás e Irán no adoptarán una postura conciliadora. Además, la relación entre Estados Unidos, México y Canadá...

### Gráfico 89: Ganancias relativas del MSCI Europe y Precio para EE.UU.

El bajo rendimiento de los precios en Europa ha seguido de cerca el bajo rendimiento de sus ganancias.



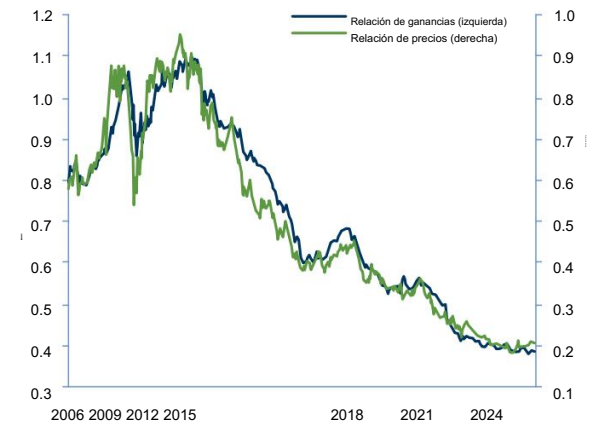
Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

### Anexo 90: Ganancias relativas del MSCI EM y Precio para EE.UU.

El bajo rendimiento de las acciones de los mercados emergentes se ha justificado por el menor crecimiento de sus ganancias.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

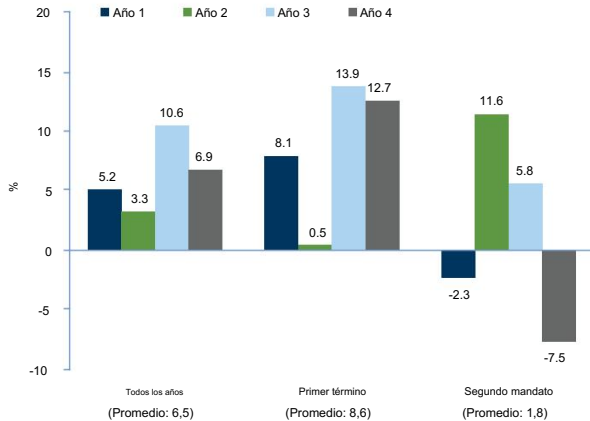
El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

Está previsto que el acuerdo sea revisado obligatoriamente en julio, se ajustarán los aranceles con otros países, un nuevo presidente dirigirá la Reserva Federal y las próximas elecciones de mitad de período serán polémicas.

Charles Myers, presidente y fundador de Signum Global, espera que estas elecciones intermedias establezcan un nuevo récord de gasto. Predice que no solo serán las más

### Gráfico 91: Precio promedio anual del S&P 500 Rendimientos basados en el ciclo presidencial de EE. UU.

El segundo año de un segundo mandato presidencial se ha asociado históricamente con rendimientos superiores a la media.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: Basado en datos desde 1873. El segundo mandato incluye los segundos mandatos cumplidos no consecutivamente por Grover Cleveland y Donald Trump, y excluye los años de segundo mandato en que el vicepresidente asumió el cargo. Incluye el tercer mandato de Franklin D. Roosevelt.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Robert Shiller.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

elecciones intermedias costosas pero las más polémicas en varios ciclos, para ambos lados.

Sin embargo, el segundo año de los presidentes en su segundo mandato ha tenido históricamente una rentabilidad muy superior a la media. Desde 1872, fecha límite disponible para la reconstrucción de la rentabilidad anual de la renta variable estadounidense, el segundo año del segundo mandato ha tenido una rentabilidad media del 11,6%, que se compara favorablemente con la rentabilidad media del primer mandato y es sustancialmente superior a la rentabilidad de todo el segundo mandato de un presidente (véase el Gráfico 91).

Estados Unidos podría enfrentar un año tumultuoso, pero otros países desarrollados no son inmunes a los tensos problemas políticos internos en los próximos años. Francia ha enfrentado incertidumbre política desde que el presidente Emmanuel Macron convocó elecciones parlamentarias anticipadas en 2024 y el gobierno no ha logrado aprobar un presupuesto anual.

España cuenta con un frágil gobierno minoritario de centroizquierda con una fragmentación política cada vez mayor, controversias por corrupción y un estancamiento legislativo. En Alemania, el gobierno de coalición ha anunciado un importante paquete fiscal e implementado reformas, pero persisten las tensiones internas. Italia destaca por su liderazgo muy estable.

Europa también enfrenta importantes obstáculos debido a la inmigración, las presiones para aumentar el gasto de defensa y las dificultades de tratar con 27 países miembros en el

La Unión Europea y la resistencia a las recomendaciones

### Anexo 92: Impuestos actualizados de EE. UU. Cartera moderada

Estamos agregando una asignación de acciones públicas a los mercados emergentes, excluida China, financiada con nuestra asignación de acciones desarrolladas no estadounidenses.

Impuesto moderado sujeto a impuestos en EE. UU.			
Cartera	Cartera		
	Actual Modelo Cartera	Nuevo Modelo Cartera	
Renta fija con grado de inversión	32,5%	32,5%	
Bonos municipales estadounidenses con grado de inversión	32,5	32,5	
Otros ingresos fijos	5,0%	5,0%	
Bonos municipales de alto rendimiento de EE. UU.	5,0	5,0	
Equidad pública	35,5%	35,5%	
Renta variable de todo tipo de capitalización de EE. UU.	28,0	28,0	
Renta variable de países desarrollados no estadounidenses	7,0	5,5	-1,5
Renta variable de mercados emergentes	0,5	0,5	
Renta variable de mercados emergentes excluida China	-	1,5	+1,5
Fondos de cobertura	3,0%	3,0%	
Impulsado por eventos	1,0	1,0	
Renta variable larga/corta	1,0	1,0	
Comercio táctico	1,0	1,0	
Capital privado	18,0%	18,0%	
Compra	13,0	13,0	
Crecimiento	4,0	4,0	
Empresa	1,0	1,0	
Otros activos privados	6,0%	6,0%	
Crédito privado	2,0	2,0	
Bienes raíces e infraestructura privados básicos	4,0	4,0	
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	
Rentabilidad media estimada después de impuestos			
Suponiendo una tasa libre de riesgo del 3,00 % y una	6,45%	6,49%	
volatilidad del ratio de Sharpe después	0,54	0,54	
de impuestos	8,65%	8,68%	

Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group.

en el informe "El futuro de la competitividad europea" del ex presidente del BCE Mario Draghi para mejorar la competitividad de las economías de la eurozona.

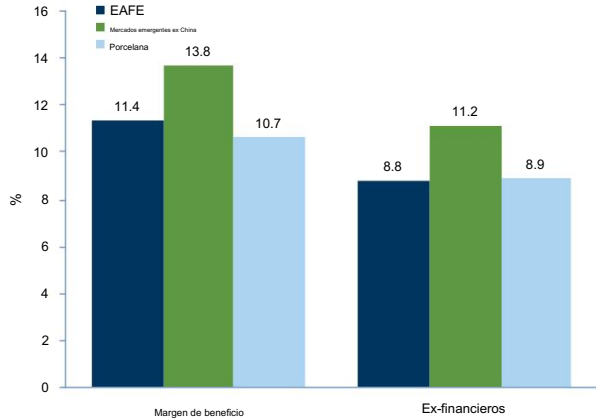
Reasignación estratégica de países desarrollados no estadounidenses a Mercados emergentes excluyendo China

Nuestra estrategia de inversión, al comparar las ganancias, los márgenes de beneficio, la combinación de negocios reflejada en los índices de mercado, la exposición al sector tecnológico y las tasas de crecimiento económico tendencial relativo, ha sido trasladar el 1,5 % de la asignación de renta variable de empresas desarrolladas no estadounidenses a renta variable de mercados emergentes. Más concretamente, la asignación se dirige a mercados emergentes, excluyendo China (véase el Gráfico 92).

Más adelante revisaremos nuestro razonamiento con mayor detalle.

### Gráfico 93: Márgenes de beneficio neto por índice

La brecha del margen de beneficio entre los mercados emergentes y los mercados desarrollados fuera de Estados Unidos es aún más pronunciada si se excluye a China.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

### Comparación del crecimiento económico

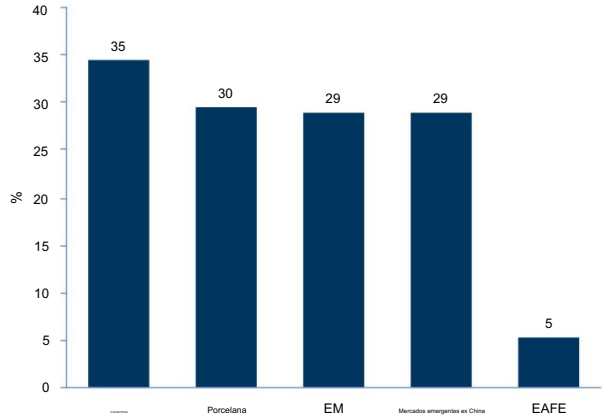
Se espera que los países de mercados emergentes crezcan a más del doble de la tasa de las economías desarrolladas no estadounidenses en 2026. También estimamos que el crecimiento tendencial a largo plazo en los mercados emergentes será más de un 2% mayor que en las economías desarrolladas no estadounidenses.

El FMI pronostica que el PIB nominal de los mercados emergentes será del 6,3 % entre 2026 y 2030, casi el doble del crecimiento del 3,3 % de la eurozona, el 3,7 % del Reino Unido y el 2,6 % de Japón. Dado que el crecimiento de las ventas corporativas suele estar correlacionado con el crecimiento del PIB nominal en la mayoría de los países, un crecimiento más rápido del PIB nominal en los mercados emergentes se traducirá en un mayor crecimiento de las ventas en comparación con la eurozona, el Reino Unido y Japón. En combinación con mayores márgenes, este mayor crecimiento de las ventas se traducirá en una mayor rentabilidad en los mercados emergentes. La brecha en el margen de beneficio es aún más pronunciada al considerar los mercados emergentes excluyendo China (véase el Gráfico 93).

Los países de mercados emergentes también tienen una exposición mucho mayor al sector tecnológico de rápido crecimiento. La tecnología representa el 29% de las ganancias del índice MSCI de Mercados Emergentes (excluyendo China), en comparación con solo el 5% de las ganancias del índice MSCI EAFE, que representa a las economías desarrolladas no estadounidenses (véase el Gráfico 94). Según el Informe Draghi, Europa no podrá aumentar fácilmente su exposición al sector tecnológico debido a su menor gasto en I+D, sus 27 mercados financieros diferentes (y con diferentes regulaciones) y la diversificación de productos.

### Gráfico 94: Participación de las acciones tecnológicas Ganancias por índice

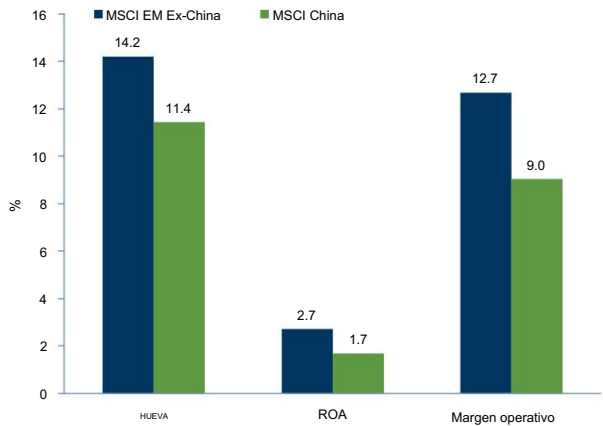
La tecnología representa el 29% de las ganancias del índice MSCI EM ex-China, en comparación con solo el 5% de EAFE.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

### Gráfico 95: Métricas de rentabilidad de los mercados emergentes

Las empresas de mercados emergentes fuera de China son más rentables que sus pares chinas.



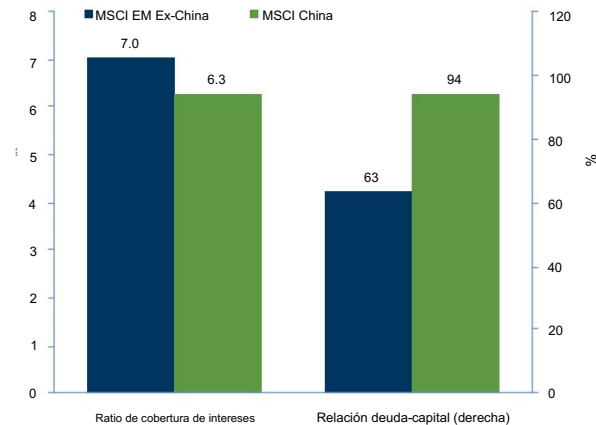
Datos al 31 de diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, FactSet.

regulaciones del mercado que obstaculizan el comercio de bienes y servicios dentro de Europa.

Prevedemos que la depreciación constante de las monedas de los mercados emergentes (excluyendo el renminbi chino), que representó un obstáculo del 41% para la rentabilidad de los mercados emergentes desde finales de 2010 desde la perspectiva de un inversor estadounidense, se atenuará en el futuro próximo. Este obstáculo no lastró tanto la rentabilidad del índice MSCI EAFE.

## Gráfico 96: Métricas del balance de EM Empresas

Las empresas chinas tienen fundamentos más débiles que el resto de mercados emergentes.



Datos a 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

Preferimos asignar fondos a acciones de mercados emergentes, excluida China, por cuatro razones principales.

En primer lugar, China representa el 28% del índice MSCI EM. Si ese 28% se reasigna al MSCI EM ex-China, la cartera del cliente tendrá una mayor exposición a países con mayor rentabilidad esperada. En tres métricas diferentes, el MSCI EM ex-China ha mostrado una mayor rentabilidad (véase el Gráfico 95). Desde una perspectiva a largo plazo, el ROE de China se situó por debajo del del resto de los países emergentes en 2021, y la brecha se amplió significativamente en 2025.

En segundo lugar, el MSCI EM ex-China presenta mejores indicadores de balance que el MSCI China. La tasa de cobertura de intereses es de 7,0 veces, frente a 6,3 veces en el caso de China, y las empresas del índice presentan ratios de deuda a capital mucho más bajos que los del MSCI China (véase el Gráfico 96).

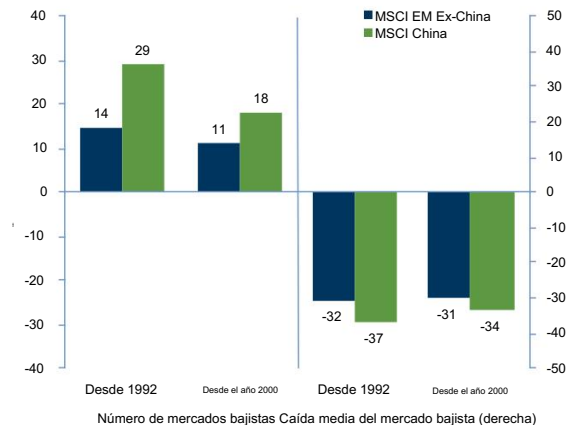
En tercer lugar, medimos el descuento en las métricas de valoración de diferentes índices MSCI de países emergentes con respecto a las métricas de valoración del S&P 500, y lo comparamos con la diferencia en las tendencias de rentabilidad y crecimiento de las ganancias para determinar si un mercado de valores es barato, caro o tiene una valoración justa en relación con EE. UU. China es el único país emergente importante donde el descuento con respecto a EE. UU. es significativamente menor de lo que justifica la brecha del ROE. China también es cara en comparación con otras acciones de mercados emergentes.

En cuarto lugar, China tiene un riesgo mucho mayor de caídas en el mercado de valores.

- Cuando el S&P 500 haya tenido caídas del 15% o más desde el inicio del índice MSCI China, el MSCI

## Gráfico 97: Mercados bajistas en mercados emergentes

La caída media del mercado bajista en el índice MSCI China ha sido más profunda que la del índice MSCI EM ex-China.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

China ha tenido una caída media del 30% en comparación con una caída media del 25% para el MSCI EM ex-China.

- China ha tenido significativamente más caídas en el mercado bajista que el MSCI EM ex-China.
- La caída media del mercado bajista en el índice MSCI China ha sido más profunda que la caída media del MSCI EM ex-China (véase el gráfico 97).

En general, el índice MSCI EM ex-China ofrece mayor rentabilidad, mayor exposición a los países de más rápido crecimiento y una menor magnitud y frecuencia de caídas.

Por último, si bien la participación de China en la manufactura mundial, su participación en el comercio mundial y su dominio en ciertos

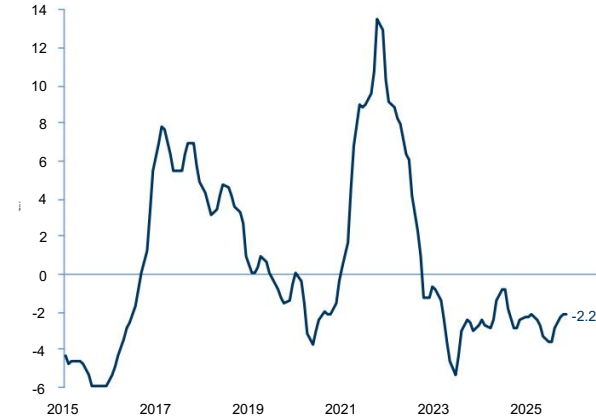


Portada de The Economist, mayo de 2023.

## PERSPECTIVAS 2026

## Gráfico 98: Inflación de los precios al productor en China

La deflación persistente sugiere que el crecimiento económico puede ser más débil que lo informado oficialmente.

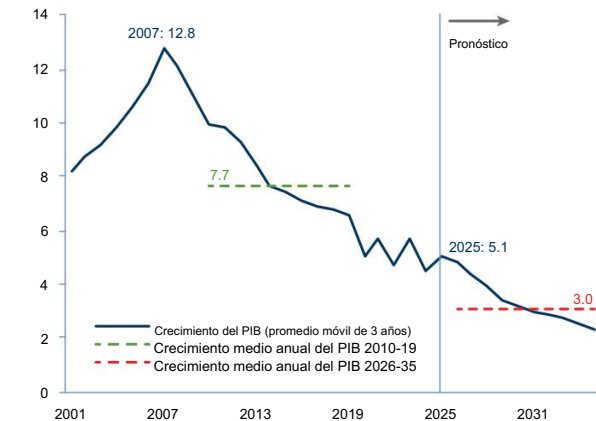


Datos hasta noviembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

## Gráfico 99: Tasa de crecimiento del PIB de China

Esperamos que el crecimiento del PIB de China promedie el 3% durante los próximos 10 años.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025. Pronóstico hasta 2035.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

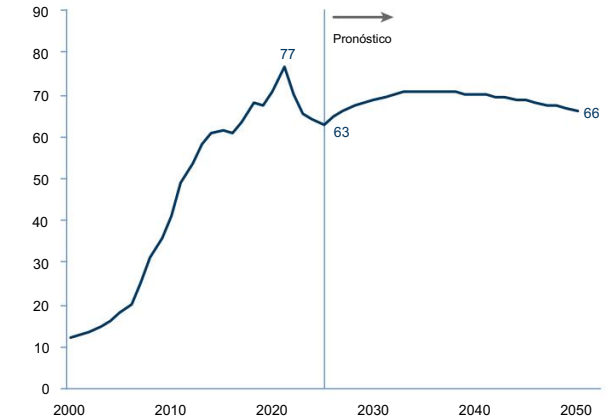
Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Si bien algunos sectores de la economía (como las tierras raras) siguen creciendo, China ya ha alcanzado su máximo en otros aspectos.

Rhodium Group y Emerging Advisors Group han escrito extensamente sobre cómo los datos oficiales chinos sobre las tasas de crecimiento del PIB se han tergiversado intencionalmente. Si bien la Oficina Nacional de Estadística de China ha publicado tasas de crecimiento del PIB de alrededor del 5%, Rhodium Group cree que las cifras reales de crecimiento se han situado entre el 2,5% y el 3,0%.

## Gráfico 100: PIB nominal de China como porcentaje del PIB de EE. UU.

El PIB de China como porcentaje del PIB de Estados Unidos alcanzó un máximo del 77% en 2021.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025. Pronóstico hasta 2035.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

en los últimos dos años y espera que el crecimiento del PIB sea inferior al 2,5% en 2026. Emerging Advisors Group estima que el crecimiento habrá caído cerca del 1,0% a mediados de 2025.

China también ha experimentado deflación en su índice de precios al productor durante 38 meses consecutivos desde octubre de 2022.

Un crecimiento económico más débil, como los niveles estimados por Rhodium Group y Emerging Advisors Group, parecen más coherentes con dicha deflación (véase el gráfico 98).

Creemos que China ya ha alcanzado su punto máximo debido a múltiples factores, y se justifica una asignación a los mercados emergentes excluyendo a China:

**PIB:** Si bien todos coinciden en que la tasa de crecimiento del PIB de China alcanzó su punto máximo hace mucho tiempo, no todos coinciden en el nivel al que se estabilizará el crecimiento. Prevedemos que el PIB de China promediará el 3% durante los próximos 10 años y alcanzará el 2% para 2035 (véase el Gráfico 99).

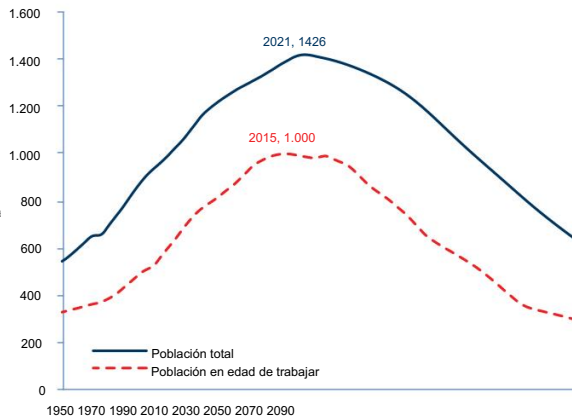
**PIB en relación con el de EE. UU.:** el PIB de China como porcentaje del PIB de EE. UU. alcanzó un máximo del 77% en 2021 y ahora es del 63%. No esperamos que supere su pico de 2021 (ver Gráfico 100).

**Demografía:** La población en edad laboral de China alcanzó un máximo de 1.000 millones de personas en 2015 y se espera que disminuya a 745 millones para 2050. Su población total alcanzó un máximo de 1.400 millones en 2021 y se espera que disminuya por debajo de 1.300 millones para 2050 (véase el Gráfico 101).

**Productividad laboral:** A veces, la demografía débil en edad laboral se puede compensar mejorando la productividad laboral.

Gráfico 101: Total de personas en edad laboral en China  
Proyecciones de población

La población total de China alcanzó un máximo de 1.400 millones en 2021 y se proyecta que disminuya por debajo de 1.300 millones para 2050.



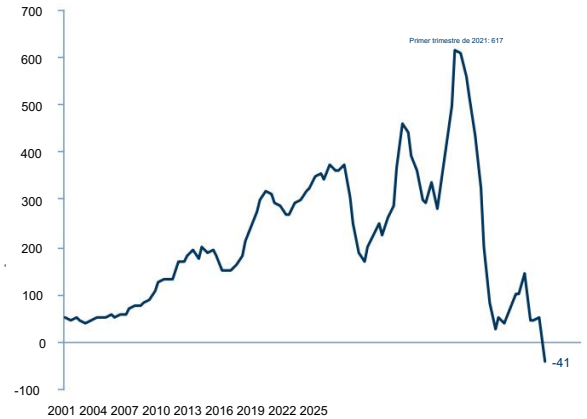
Datos hasta 2023. Pronóstico hasta 2099.

Fuente: Investment Strategy Group, Naciones Unidas, Haver Analytics.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Gráfico 103: Inversión extranjera directa neta y flujos de cartera de China desde el exterior

El interés en invertir en China ha caído drásticamente en los últimos años.

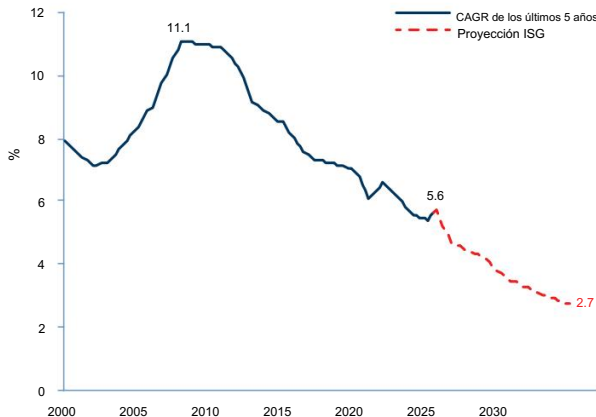


Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Gráfico 102: Crecimiento de la productividad laboral en China

El ritmo de crecimiento de la productividad laboral se ha desacelerado significativamente desde los niveles máximos alcanzados en 2008.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025. Pronóstico hasta 2034.

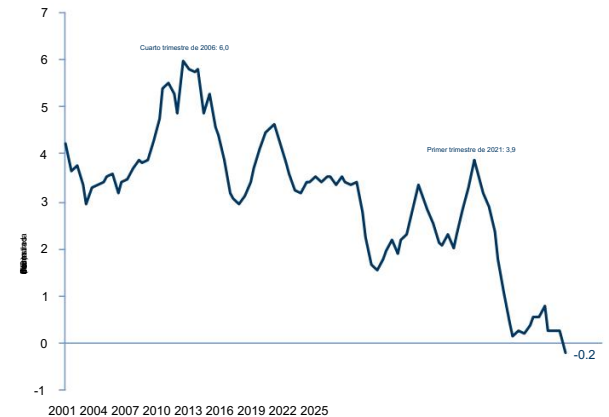
Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, OCDE.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Productividad. Si bien la productividad laboral de China ha mejorado, el ritmo de mejora se ha desacelerado significativamente desde los niveles máximos de 2008 (véase el Gráfico 102).

Gráfico 104: Inversión extranjera directa neta y flujos de cartera de China desde el exterior como porcentaje del PIB

La inversión extranjera directa y los flujos de cartera hacia China alcanzaron un máximo del 6% del PIB en 2006.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

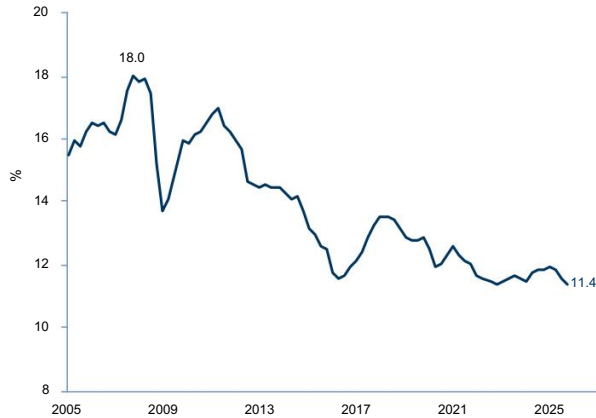
Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Inversión Extranjera Directa y Flujos de Cartera: El interés por invertir en China ha caído drásticamente en los últimos años. En un período de cuatro trimestres consecutivos, la inversión extranjera en China alcanzó un máximo de 617.000 millones de dólares en el primer trimestre de 2021. Ajustado a...

## PERSPECTIVAS 2026

## Gráfico 105: Rendimiento sobre el capital del MSCI China

La rentabilidad de invertir en China ha disminuido constantemente.

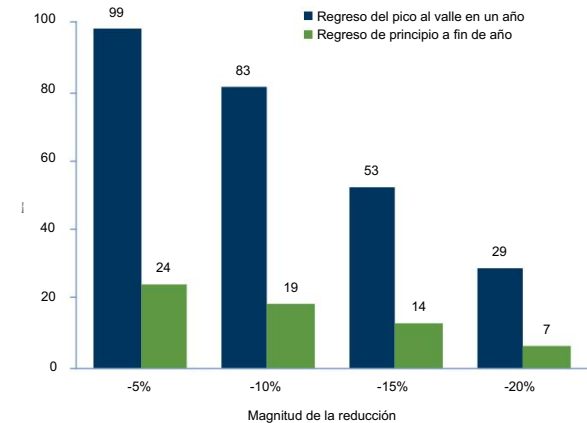


Datos hasta diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

## Gráfico 106: Probabilidad de caída del S&amp;P 500 en un año cuando las valoraciones son altas

Los retrocesos del 5 al 10% reflejan la volatilidad normal del mercado de valores.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: La probabilidad de reducción depende de que la valoración de las acciones estadounidenses se encuentre en el 9.º o 10.º decil.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

El tamaño creciente del PIB de China, la inversión extranjera directa y los flujos de cartera alcanzaron un máximo del 6% del PIB de China en 2006 (véanse los gráficos 103 y 104).

Rentabilidad sobre el capital: La rentabilidad de invertir en China también ha disminuido de manera constante, alcanzando un máximo del 18% antes de la crisis financiera mundial y llegando a un mínimo reciente del 11,4% (véase el gráfico 105).

Preferimos invertir en mercados emergentes excluyendo China.

## Obstáculo

Si bien mantenemos una sobreponderación en acciones estadounidenses y recomendamos mantener la inversión, advertimos a nuestros clientes que se debe esperar volatilidad y caídas del mercado.

La frecuencia histórica de una caída del mercado de valores de EE. UU. del 10% en cualquier momento durante un año es un notable 83%, y una caída del 15% ocurre el 53% de las veces (ver Gráfico 106).

Dadas las incertidumbres en 2026, es muy probable que se produzcan estas reducciones. Los clientes deben asegurarse de que su asignación estratégica de activos se ajuste a su tolerancia al riesgo.

## Sobrepeso en EE. UU.

Concluimos nuestras implicaciones de inversión compartiendo la visión de Jim Baker, investigador principal de Competencia Estratégica del Consejo de Relaciones Exteriores, sobre la preeminencia estadounidense. Baker también dirigió la Oficina de Evaluación Neta del Departamento de Defensa de EE. UU. entre 2015 y 2025.

A principios de 2026, Estados Unidos sigue siendo la principal potencia mundial. Sus dotes físicas...

El territorio, el suelo, los recursos minerales y energéticos, el acceso al océano, así como una población numerosa, diversa y altamente alfabetizada (con una demografía mayoritariamente favorable), siguen siendo inigualables. Existen ventajas estructurales de larga data, acumuladas mediante una sabia política, un liderazgo nacional competente y unas instituciones sólidas durante los últimos cien años. Entre ellas se encuentran mercados de capitales profundos, la moneda de reserva global, un banco central ferozmente independiente, sólidos derechos de propiedad intelectual y de propiedad intelectual, un respeto por el Estado de derecho y una cultura asombrosamente inventiva.

En el exterior, Estados Unidos ha cortejado a muchos de los estados más poderosos del mundo como aliados, y ha protegido o apoyado a muchos países más pequeños basándose en valores democráticos similares, y posee el único ejército capaz de realizar operaciones transoceánicas sostenidas.

Un año de formulación de políticas erráticas no puede deshacer cien años de profundas ventajas estructurales.

Pero en comparación con el inicio de 2025, no estamos en una posición competitiva más fuerte.

## Gráfico 107: Crecimiento medio anual del PIB real

Esperamos un crecimiento mundial del 3,1%, lo que está en línea con la tendencia.

	Crecimiento del PIB real (promedio anual %)		
	2025	2026	Tendencia
.....	2.1	2.3	2.0
Eurozona	1.4	1.2	1.2
.....	1.4	1.0	1.4
Japón	1.2	0.7	0.6
Mercados desarrollados (PPP)	1.7	1.7	1.6
Brasil	2.4	1.7	2.5
Porcelana	4.8	4.5	3.0
India	7.7	6.8	6.5
Rusia	0.9	1.0	1.1
Mercados Emergentes (PPP)	4.3	4.1	3.7
Mundo	3.3	3.1	3.0

Datos a 2025.

Nota: PPA es paridad de poder adquisitivo. Se proyecta que el crecimiento tendencial en China disminuya, según nuestro pronóstico de crecimiento promedio para los próximos 10 años.

Fuente: Investment Strategy Group.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado.

No se puede garantizar que se cumplan.

## Nuestras expectativas para uno y cinco años

## Rendimientos totales

Al formular nuestras expectativas de rentabilidad para la renta variable, nos centramos en tres componentes: el crecimiento de las ganancias, la rentabilidad por dividendo y la evolución del múltiplo de valoración durante el horizonte de previsión. Generalmente, tenemos mayor confianza en la previsión de los dos primeros componentes, que tienden a ser menos volátiles que las variaciones en los múltiplos del mercado.

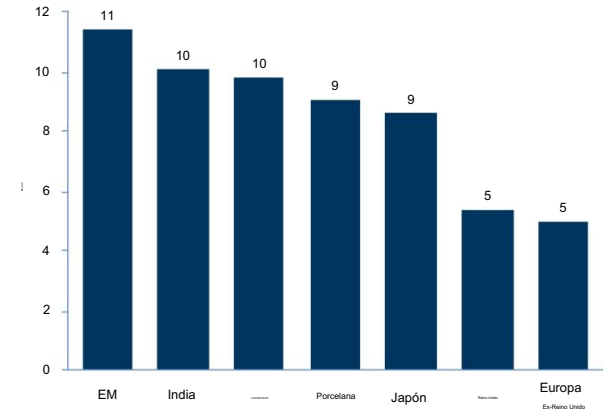
El crecimiento de las ganancias, determinado en gran medida por el contexto macroeconómico, ha sido históricamente el factor más influyente en la rentabilidad de la renta variable. Por consiguiente, nuestras proyecciones de rentabilidad esperada a un año en los mercados de renta variable se basan en:

- Crecimiento global: Esperamos un crecimiento global del 3,1%, que se ajusta en gran medida a la tendencia. En EE. UU., pronosticamos un crecimiento económico continuo del 2,3%, ligeramente por encima de la tendencia, que es del 2,0%. Si bien hemos reducido modestamente nuestra probabilidad de una recesión en EE. UU. para el próximo año al 25%, la probabilidad se mantiene por encima del 13% de probabilidades incondicionales desde 1980, lo que refleja los riesgos asociados a

## Anexo 108: Ganancias por acción (EPS) de ISG 2026

## Pronóstico de crecimiento

Prevedemos un crecimiento saludable de las ganancias por acción en la mayoría de los países y regiones.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group.

Las previsiones han sido generadas por ISG con fines informativos a la fecha de esta publicación. No se puede garantizar que se cumplan.

Los índices no incluyen comisiones y la rentabilidad puede variar significativamente. Consulte la información adicional al final de esta Perspectiva.

Un mercado laboral más débil (véase el Gráfico 132 de la Sección II).

Mientras tanto, se prevé que el crecimiento de las economías de la eurozona, Japón y el Reino Unido se sitúe en torno al 1% en 2026.

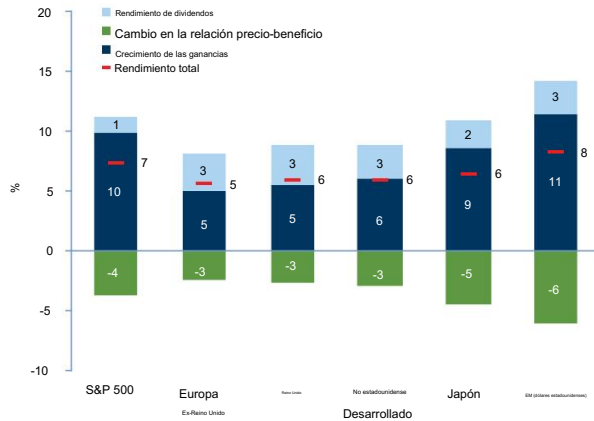
Nuestra previsión de crecimiento para la eurozona y Japón este año se ajusta en general a la tendencia, pero el crecimiento del Reino Unido será inferior al 1,4% (véase el Gráfico 107). En los mercados emergentes, prevedemos un crecimiento del 4,1%. Como ya hemos indicado, tenemos la menor confianza en nuestras estimaciones de crecimiento para los mercados emergentes, dada la menor transparencia de los datos económicos chinos y la actual guerra entre Rusia y Ucrania.

Crecimiento de las ganancias: Pronosticamos un sólido crecimiento de las ganancias por acción (BPA) en la mayoría de los países y regiones (véase el Gráfico 108). En EE. UU., esperamos un crecimiento de las ganancias del 10%, ligeramente superior a la tendencia y el más alto de cualquier país o región, salvo los mercados emergentes en conjunto o la India, para 2026. En otros mercados desarrollados importantes, esperamos un crecimiento de las ganancias del 5% en la eurozona, el 5% en el Reino Unido y el 9% en Japón. Se prevé un crecimiento de las ganancias en los mercados emergentes del 11%, principalmente debido al impulso de la IA a las ganancias tecnológicas.

Si bien hemos reducido modestamente nuestra probabilidad de una recesión en Estados Unidos el próximo año al 25%, la probabilidad sigue siendo superior al 13% de probabilidades incondicionales desde 1980.

### Gráfico 109: Descomposición del rendimiento del capital Previsiones para 2026

Prevedemos una modesta compresión múltiple en los principales mercados de valores en 2026.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group.

Las previsiones han sido generadas por ISG con fines informativos a la fecha de esta publicación. No se puede garantizar que se cumplan. Los índices no incluyen comisiones y la rentabilidad puede variar significativamente. Consulte la información adicional al final de esta Perspectiva.

En cuanto a las valoraciones, pronosticamos una modesta compresión de los múltiplos en los principales mercados de valores en 2026 (véase el Gráfico 109). En EE. UU., el S&P 500 cotiza actualmente a 22 veces las ganancias esperadas, un nivel que no se ha mantenido en años consecutivos fuera de la era de las puntocom.

Prevedemos una modesta reducción del PER este año a medida que aumentan los rendimientos de los bonos gubernamentales. En los mercados emergentes, los múltiplos PER se sitúan actualmente un 12 % por encima de su media de cinco años; estos elevados niveles iniciales se han asociado habitualmente con una contracción del múltiplo durante los 12 meses siguientes.

Nuestra previsión de una ligera compresión de las valoraciones este año no debe interpretarse como una creencia en una reversión a la media de las valoraciones de las acciones. Incluso después de este ajuste, el múltiplo del S&P 500 para finales de 2026, implícito en nuestro pronóstico, se mantiene elevado, situándose en el percentil 84, un 24 % por encima del múltiplo promedio desde 1992.

Primero analizamos la ausencia de reversión a la media de la valoración en nuestro informe Outlook 2013: Over the Horizon.

En ese momento, no encontramos evidencia estadística de que las valoraciones de las acciones volvieran a una media a largo plazo en un horizonte específico. Más de una década después, nuestra conclusión sigue vigente. Al extender ese análisis a ocho métricas de valoración ampliamente utilizadas en EE. UU., el Reino Unido, la eurozona y Japón, observamos que solo la ratio precio/beneficios futuros del Reino Unido muestra un rendimiento estadísticamente...

### Anexo 110: Evidencia estadística de la media

#### Reversión en los ratios de valoración del capital

Hay muy poca evidencia de reversión a la media en las valoraciones al nivel de confianza del 95%.

	Significación estadística (%)*			
	UEM del Reino Unido**	Japón		
Precio a ganancias a 10 años	35	89	67	43
Precio a ganancias a futuro	46	97	87	91
Precio-ganancias máximas	36	76	69	61
Flujo precio-efectivo	21	83	56	93
Precio a flujo de caja a 10 años	14	87	65	55
Flujo de caja desde el precio hasta el pico	14	75	37	79
Precio para reservar	13	85	68	57
Precio/Dividendo	15	90	92	71
Mínimo	13	75	37	43
Máximo	46	97	92	93

Datos al 31 de diciembre de 2025.

Nota: Datos del MSCI: Precio a ganancias: 1970-2025, precio a ganancias a 10 años: 1980-2025, precio a ganancias a futuro: 2003-25, precio a ganancias máximas: 1970-2025, relación precio-flujo de caja: 1970-2025, relación precio-flujo de caja a 10 años: 1980-2025, relación precio-flujo de caja máximo: 1970-2025, relación precio-valor contable: 1975-2025, relación precio-dividendo: 1970-2025. Los índices utilizados son MSCI US, MSCI UK, MSCI EMU y MSCI Japan. Fuente: Investment Strategy Group.

\* Significación estadística de la prueba de estacionariedad de Dickey-Fuller aumentada (ADF).

\*\*Unión Económica y Monetaria Europea.

reversión media significativa en el nivel de confianza del 95%; todas las demás métricas no mostraron tal relación (véase el Anexo 110).

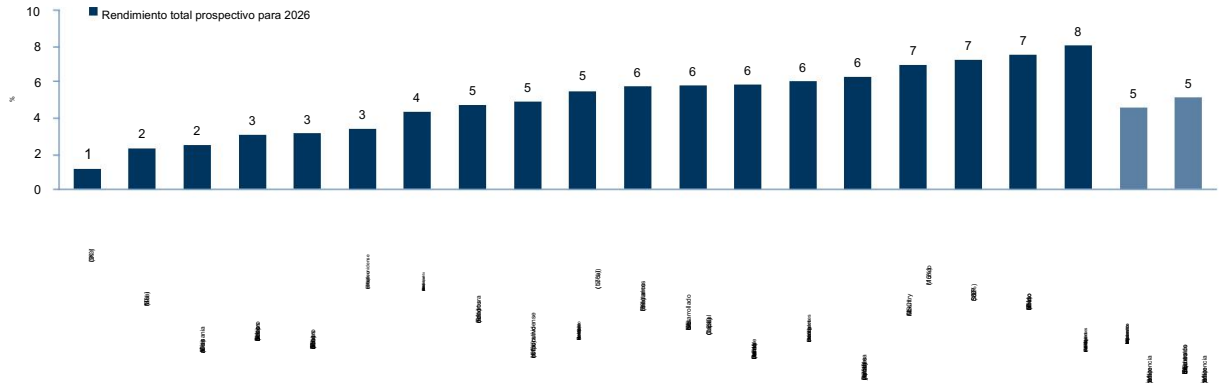
Nuestras previsiones de rentabilidad a uno y cinco años se muestran en el Gráfico 111. Esperamos rentabilidades de un solo dígito entre medio y alto en los mercados de renta variable. La renta variable de mercados emergentes presenta la rentabilidad base más alta, del 8%, a la que asignamos una probabilidad del 55%. Asignamos una probabilidad del 20% a que las rentabilidades de los mercados emergentes superen nuestras expectativas y una probabilidad del 25% a una rentabilidad negativa de entre el 15% y el 19%. La volatilidad en nuestro caso base para los mercados emergentes es la mayor entre todos los mercados.

Esperamos que las acciones estadounidenses sean el segundo mercado de valores con mejor desempeño, con un rendimiento total del 7% en nuestro caso base, al que asignamos una probabilidad del 55%. Asignamos un 25% de probabilidad a que la renta variable estadounidense supere nuestras expectativas y un 20% a una rentabilidad negativa de entre el 15% y el 19%. Sobre una base de probabilidad ponderada, la renta variable estadounidense tiene una rentabilidad esperada del 5%, la más alta en 2026 entre los mercados de renta variable que pronosticamos.

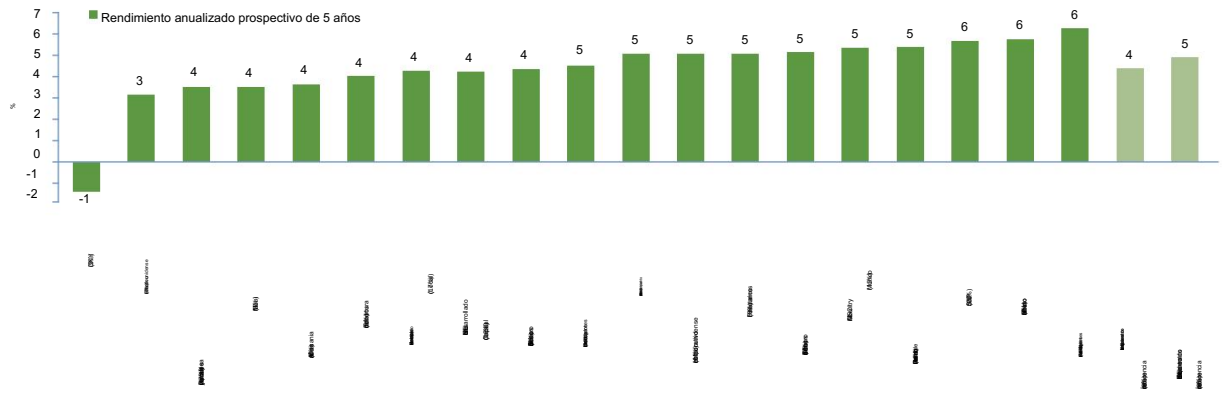
Esperamos que tanto la renta variable japonesa como la británica tengan una rentabilidad del 6% en nuestro escenario base, a la que asignamos una probabilidad del 55% y del 60%, respectivamente. Para la eurozona, esperamos una rentabilidad del 5% en el escenario base, a la que asignamos una probabilidad del 55%. Si bien asignamos una probabilidad del 25% a los escenarios bajistas en los tres mercados, prevemos una del 20%.

### Anexo 111: Rendimientos totales prospectivos de ISG

Esperamos rendimientos de un solo dígito medio en la mayoría de las clases de activos en 2026 y durante los próximos 5 años.



Clase de activo (volatilidad basada en modelos)



Clase de activo (volatilidad basada en modelos)

Datos a diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group. Véase la nota 71 para la lista de índices utilizados.

Las previsiones han sido generadas por ISG con fines informativos a la fecha de esta publicación. No se puede garantizar que se cumplan. Los índices no incluyen comisiones y la rentabilidad puede variar significativamente. Consulte la información adicional al final de esta Perspectiva.

La probabilidad para los escenarios alcistas es de solo el 15% para la eurozona y Japón, pero solo del 15% para el Reino Unido. Dado que el riesgo se inclina a la baja para la renta variable británica, esto implica una rentabilidad ponderada por probabilidad de solo el 2,5% para 2026.

Cabe destacar que la rentabilidad de la renta variable de mercados desarrollados no estadounidenses se presenta en el Gráfico 111 en moneda local. Si el dólar estadounidense se aprecia en el 1% previsto, la rentabilidad superior de la renta variable estadounidense en comparación con los mercados desarrollados no estadounidenses será ligeramente superior en dólares estadounidenses.

En cuanto a la renta fija, pronosticamos rentabilidades de un solo dígito bajo para la mayoría de los bonos de los mercados desarrollados, con la notable excepción de los bonos del Reino Unido. Esperamos una rentabilidad de un solo dígito alto para los bonos del Estado británicos a 10 años en nuestro escenario base, lo que refleja valoraciones atractivas y una oferta de bonos decreciente. A pesar de estas atractivas rentabilidades del escenario base,

Los elevados riesgos políticos en la primera mitad del año nos mantienen cautelosos respecto de los bonos del Estado del Reino Unido por ahora.

Si se cumplen nuestras previsiones del Gráfico 111, el índice de referencia para una cartera modelo de riesgo moderado de Estados Unidos ofrecería rendimientos de alrededor del 5% tanto para los activos imponibles como para los pasivos no imponibles. clientes exentos de impuestos en 2026.

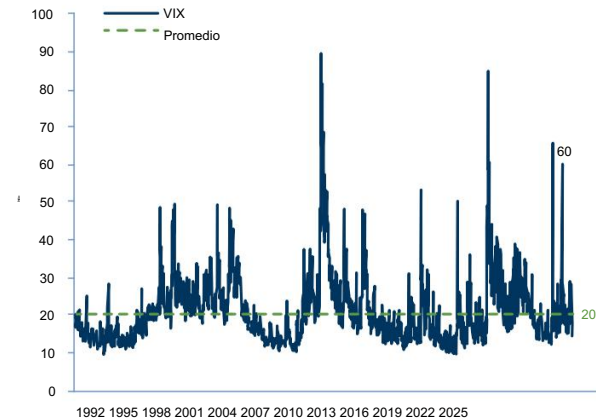
Estos rendimientos esperados se comparan con el 14%/15% obtenido en 2025 y el 9%/10% en 2024 para clientes sujetos a impuestos o exentos de impuestos.

El parámetro de referencia para un modelo fiscal moderado

La cartera está compuesta por un 50% de acciones globales y un 50% de bonos municipales de 1 a 10 años. El índice de referencia para la cartera modelo moderada exenta de impuestos es un 50% de acciones globales y un 50% de bonos gubernamentales y corporativos de mediano plazo.

## Gráfico 112: Máximo intradía implícito del S&P 500 Volatilidad

La volatilidad aumentó a un máximo intradiario de 60 en 2025 en medio de preocupaciones relacionadas con el comercio.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

### Nuestras inclinaciones tácticas

Un año turbulento en los mercados financieros presentó diversas oportunidades para que el equipo de asignación táctica de activos añadiera valor a las carteras de los clientes. La volatilidad, medida por el Índice de Volatilidad CBOE (VIX), alcanzó un máximo intradiario de 60 a principios del año pasado en medio de preocupaciones relacionadas con el comercio, un nivel superado solo tres veces históricamente (véase el Gráfico 112).

En este contexto, nuestro número activo de inclinaciones tácticas alcanzó 21 en julio, aproximadamente el doble del promedio a largo plazo.

A lo largo del año pasado, iniciamos y cerramos 19 posiciones e hicimos ajustes frecuentes a las exposiciones existentes a medida que evolucionaban las condiciones del mercado.

Como muchos de nuestros clientes saben, utilizamos frecuentemente opciones y otras implementaciones para capitalizar oportunidades tácticas y aumentar la rentabilidad de una cartera estratégica a largo plazo completamente invertida. Entre las estrategias que iniciamos el año pasado, la venta de opciones de venta fuera del dinero resultó especialmente adecuada para este entorno de alta volatilidad.

Este enfoque mejoró la rentabilidad de la cartera al monetizar la prima que los inversores estaban dispuestos a pagar por la protección contra caídas, a la vez que nos posicionaba para comprar el índice a niveles más bajos si los mercados se debilitaban aún más. Dada la incertidumbre de principios del año pasado, consideramos que esta implementación era más favorable que la compra directa de acciones.

Recomendamos dos ventas de opciones de venta sobre el S&P 500 y una sobre el S&P 400 durante la caída del año pasado, cuando el S&P 500 cayó un 19% entre su máximo y mínimo entre el 19 de febrero y el 8 de abril, y la volatilidad implícita se disparó. Dentro del fondo de inversión táctica en las carteras modelo de clientes, cada posición generó una prima de aproximadamente

3%, lo cual consideramos favorable dado que las opciones se liquidaron con un 5% de descuento y vencieron entre uno y cuatro meses después.

También vendimos una opción de venta con un 9% de descuento sobre el índice Topix japonés en marzo, que generó una prima del 3,6%.

Si bien la volatilidad en los mercados de renta fija también se disparó a principios del año pasado, disminuyó a niveles inferiores a la media a lo largo de 2025. A medida que las valoraciones se volvieron menos atractivas, nos centramos en aprovechar las ganancias de las inversiones existentes en renta fija. Como resultado, entramos en 2026 con una modesta infraponderación táctica en duración en relación con nuestro índice de referencia estratégico, que es de aproximadamente cuatro años.

En general, las inversiones tácticas tuvieron un rendimiento del 6,8% después de las comisiones para 2025, superando al efectivo y al rendimiento del 5% de los bonos municipales, que normalmente son la fuente de financiación de las inversiones tácticas. Este desempeño se logró con una volatilidad de solo un 3% y un beta de 0,03 para el S&P 500, por debajo de su promedio de largo plazo de 0,35.

Actualmente contamos con 12 inclinaciones tácticas, con una asignación de riesgo agregada muy por debajo de nuestro promedio histórico.

### Inclinaciones de la renta variable mundial

#### [Sobreponderar las Sociedades Limitadas Maestras de Infraestructura Energética de EE. UU.:](#) La asignación a las Sociedades Limitadas

Maestras (MLP) es la estrategia táctica más antigua recomendada por ISG.

Para contextualizar, muchas empresas estadounidenses del sector midstream están organizadas como MLP. Se trata de estructuras corporativas que permiten a las empresas distribuir la mayor parte de sus flujos de caja a los accionistas con impuestos diferidos, ya que se considera una rentabilidad del capital. Además, los ingresos generados por las operaciones tributan únicamente a nivel del inversor y no a nivel corporativo.

La inclinación se inició originalmente como una inclinación de opción en 2015 y se cambió a una posición de sector largo en enero de 2016.

Desde entonces, hemos ajustado con frecuencia el tamaño del puesto a medida que han surgido oportunidades.

Si bien hemos reducido la asignación a MLP dado su sólido desempeño durante los últimos cinco años, mantenemos una pequeña asignación por las siguientes razones:

- Las valoraciones siguen siendo atractivas incluso después de tales

Fuerte rentabilidad. La valoración, medida por la relación entre el valor de la empresa y el EBITDA, es de 9,4 veces para la MLP promedio. Esto es económico en comparación con el promedio a largo plazo de 11,3 veces el EBITDA, aunque consideramos que 9,7 veces es un objetivo más realista, ya que elimina las sobrevaloraciones extremas entre 2010 y 2014.

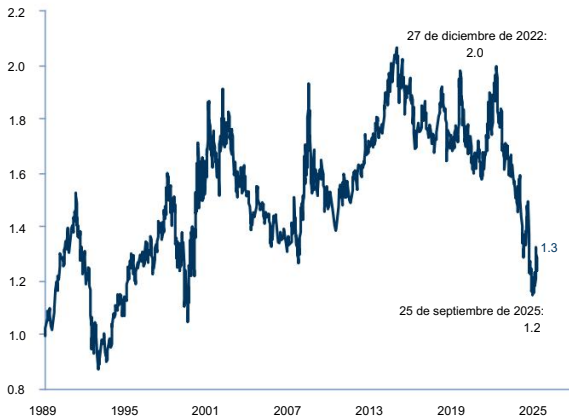
- Empresas en el índice de infraestructura Alerian MLP

están generando una cantidad significativa de efectivo, que está bien cubierta y distribuida entre los accionistas a un nivel impositivo.

Rendimiento de distribución ventajoso del 7,7%.

### Gráfico 113: Relación de los rendimientos totales acumulados: S&P 500 Health-Care vs. S&P 500

El sector de la salud tuvo un desempeño muy inferior en los últimos tres años.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

Las MLP experimentaron una reversión a flujos de fondos positivos en 2024-25, tras unas salidas acumuladas de alrededor de 9000 millones de dólares en el quinquenio anterior. Preveemos que la continuidad de los flujos de fondos positivos y la moderada emisión de acciones de las MLP —que reduce la oferta de acciones en el mercado frente a estos flujos— actuarán como factores de impulso en 2026.

Esperamos que esta inclinación genere retornos de dos dígitos bajos en 2026.

Nuestro retorno objetivo se basa en un rango de 50 a 70 dólares para los precios del petróleo crudo WTI para fines de 2026.

**Sobreponderación en el sector sanitario estadounidense:** Iniciamos una estrategia de inversión en acciones del sector sanitario estadounidense en septiembre de 2024 y posteriormente ampliamos la posición. El sector sanitario experimentó su periodo más significativo de bajo rendimiento frente al S&P 500 en más de tres décadas hasta septiembre del año pasado (véase el Gráfico 113). Históricamente, tras alcanzar su punto más bajo durante periodos de bajo rendimiento significativo, el sector sanitario ha generado consistentemente una sólida rentabilidad en los 12 meses posteriores, una tendencia que respalda unas perspectivas prometedoras para 2026.

Como resultado del bajo rendimiento del sector sanitario estadounidense, las valoraciones parecen atractivas en relación con el mercado en general. El sector cotiza actualmente con un descuento del 17 % respecto al S&P 500, basado en su ratio precio-beneficio (P/E) a futuro, un descuento que solo ha sido mayor el 12 % del tiempo desde 1995. Si bien el descuento del sector refleja en gran medida las incertidumbres actuales relacionadas con EE. UU.

En cuanto a los precios y aranceles de los medicamentos, esperamos que esta brecha se cierre a medida que las compañías farmacéuticas finalicen acuerdos con la administración Trump, de forma muy similar a los acuerdos específicos entre compañías que se observaron a fines de 2025.

También observamos que la debilidad de las aseguradoras privadas de salud representó un obstáculo importante para el rendimiento y las previsiones de ganancias de todo el sector sanitario en 2025. Sin embargo, las expectativas de consenso parecen haberse reajustado adecuadamente, lo que reduce el riesgo de sorpresas al alza. Al mismo tiempo, los fundamentos de los demás sectores del sector sanitario son sólidos, con estimaciones de consenso que apuntan a un crecimiento interanual de las ganancias de aproximadamente el 10 % para 2026 y 2027.

En nuestro caso base, esperamos que esta inclinación proporcione retornos de dos dígitos bajos.

**Sobreponderación en acciones europeas del sector sanitario:** iniciamos una inclinación táctica hacia acciones europeas del sector sanitario en enero de 2025 y posteriormente hemos aumentado la posición.

A pesar de las incertidumbres derivadas de los precios de los medicamentos y Aranceles estadounidenses: esperamos que los fundamentos sólidos del sector prevean en 2026:

Las valoraciones se mantienen relativamente atractivas, ya que el sector cotiza actualmente con una prima del 9% respecto al mercado europeo en general, según los múltiplos PER a futuro. Esta prima está muy por debajo del promedio del 21% que ha cotizado el sector en los últimos 10 años. Las empresas europeas de atención médica siguen registrando un crecimiento de beneficios que ha superado las expectativas de consenso.

- Es probable que el sentimiento de los inversores mejore a medida que desaparecen varias fuentes clave de incertidumbre, incluidas las discusiones sobre precios de medicamentos bajo el régimen de nación más favorecida (NMF) y los aranceles farmacéuticos.

Esperamos rendimientos de dos dígitos bajos en nuestro caso base.

**Sobreponderar acciones alemanas de mediana capitalización:** iniciamos una inclinación táctica hacia las acciones alemanas de mediana capitalización en junio de 2025 para capitalizar las nuevas medidas fiscales y políticas pro crecimiento del gobierno, que esperamos que beneficien más directamente a las empresas orientadas al mercado nacional.

Es probable que el impulso esperado al crecimiento sea más pronunciado en los próximos dos años, a medida que el gobierno adelanta el gasto en defensa e inversión (véase el Gráfico 134 en la Sección II). Dada la estrecha correlación histórica entre el crecimiento del PIB real y el crecimiento de las ganancias de las empresas alemanas de mediana capitalización, el estímulo fiscal anunciado debería respaldar un sólido crecimiento de las ganancias de dos dígitos bajos tanto en 2026 como en 2027, según nuestras estimaciones. A pesar de esta mejora en las perspectivas, las empresas alemanas de mediana capitalización cotizan con un descuento en su valoración en relación con su ratio precio-beneficio promedio posterior a la crisis financiera mundial.

## PERSPECTIVAS 2026

En nuestro caso base, esperamos retornos anualizados de un dígito alto a dos dígitos bajos durante los próximos uno a dos años.

**Sobreponderar acciones mexicanas:** Iniciamos una estrategia de inversión en acciones mexicanas en abril de 2024. Si bien la incertidumbre en torno a las próximas negociaciones comerciales con EE. UU. podría generar volatilidad en el mercado en 2026, esperamos que prevalezcan los sólidos fundamentos de las acciones mexicanas.

- Las valuaciones siguen siendo atractivas, habiendo sido más bajas solo el 26% del tiempo durante los últimos 20 años. Esperamos que las valuaciones se expandan este año a medida que el banco central reduzca las tasas de interés y la incertidumbre interna se desvanezca.
- Las ganancias mexicanas han crecido a un ritmo anual promedio del 10% desde 2019, y esperamos un crecimiento similar este año. La resiliencia de las ganancias refleja la composición defensiva del mercado de valores, con el 40% de las ganancias concentradas en sectores como bienes de consumo básico, telecomunicaciones y banca.
- Si bien los inversionistas extranjeros han estado reduciendo su exposición a las acciones de mercados emergentes en general en los últimos años, su rotación fuera de las acciones mexicanas ha sido más pronunciada. Aun así, esto se ha visto cada vez más compensado por las compras de fondos de pensiones y fondos mutuos nacionales, así como por las recompras corporativas. Como resultado, la propiedad del mercado se está alejando del capital extranjero hacia compradores a largo plazo, más estables y con orientación nacional.

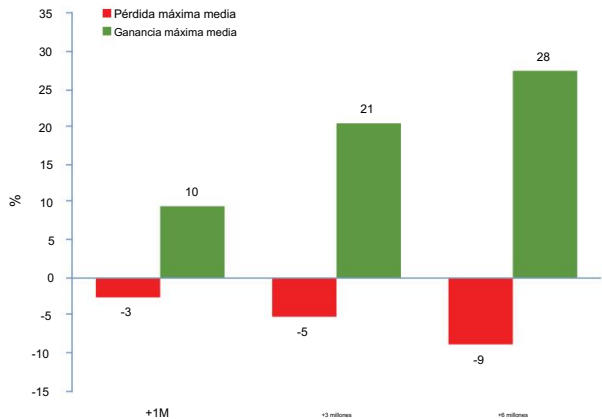
En nuestro caso base, esperamos que esta inclinación proporcione un rendimiento de dos dígitos bajos durante los próximos 12 meses.

**Sobreponderación en acciones sudafricanas:** Iniciamos una estrategia de inversión en acciones sudafricanas en septiembre de 2024. Tras un fuerte repunte en abril de 2025, redujimos nuestra posición, en consonancia con nuestra disciplina de escalar la exposición a medida que evoluciona la dinámica riesgo-recompensa. Mantenemos una asignación moderada basada en los siguientes factores:

- Las valoraciones de las acciones sudafricanas siguen siendo atractivas, cotizando a una relación precio-beneficio a futuro de sólo 10,6x, un descuento del 22% respecto del índice MSCI Emerging Markets. Históricamente, se negociaban con una modesta prima del 1% respecto de las acciones de los mercados emergentes.
- El crecimiento de las ganancias de Sudáfrica debería volver a superar al de los mercados emergentes en 2026, como lo hizo en 2025.

Gráfico 114: Rendimientos futuros del índice MSCI India después de Rendimiento inferior al MSCI EM por 30 puntos porcentuales

Las acciones indias generaron fuertes retornos luego de episodios anteriores de gran desempeño inferior.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

Este impulso de las ganancias se debe en gran medida a una economía en aceleración gracias a la mejora del suministro eléctrico, una inflación más lenta y tasas de interés más bajas. El aumento de los precios del oro también juega un papel importante, ya que las empresas mineras de oro representan casi el 30% de las ganancias del MSCI Sudáfrica.

- Al igual que las acciones mexicanas, las acciones sudafricanas tienen experimentado salidas de capital en 37 de los últimos 40 trimestres, lo que resultó en un posicionamiento muy ligero por parte de los inversores.

Esperamos que esta inclinación proporcione un rendimiento de dos dígitos bajos en 2026.

**Sobreponderación en acciones indias:** Iniciamos una estrategia de inversión en acciones indias en marzo de 2025 y posteriormente ampliamos la posición. Desde septiembre de 2024, las acciones indias han tenido un rendimiento inferior al de otros mercados emergentes en más de 30 puntos porcentuales. Históricamente, un rendimiento inferior de esta magnitud ha ido seguido de importantes repuntes en las acciones indias (véase el Gráfico 114).

Esperamos un patrón similar en el futuro, impulsado por una aceleración en el crecimiento de las ganancias en los próximos trimestres gracias a tasas de interés más bajas, una inflación moderada y recortes de impuestos.

Si bien los inversionistas extranjeros han estado reduciendo su exposición a las acciones de mercados emergentes en general en los últimos años, su rotación hacia las acciones mexicanas ha sido más pronunciada.

También preveemos que el flujo mensual interno hacia la renta variable india seguirá aumentando, impulsado por el aumento de los ingresos, una mayor cultura financiera, la popularidad de los planes de inversión sistemáticos y los controles de capital. El posicionamiento de los inversores extranjeros en la renta variable india se encuentra en mínimos de dos décadas, lo que también podría representar un impulso alcista si las asignaciones comienzan a normalizarse.

Esperamos un rendimiento base de dos dígitos bajos durante los próximos 12 meses.

Inclinación global de divisas, renta fija y materias primas

**Asignación a una operación de divisas de valor relativo en mercados desarrollados:** En julio de 2025, iniciamos una estrategia de inversión con posiciones largas en euros frente a la libra esterlina. El aumento de los tipos de interés en el Reino Unido ha atraído a los inversores y ha impulsado la libra en comparación con sus pares de mercados desarrollados.

Sin embargo, preveemos que esta ventaja relativa en el rendimiento disminuya en 2026 por dos razones. En primer lugar, se espera que el Banco de Inglaterra (BOE) continúe su ciclo de flexibilización en un contexto de débil crecimiento económico y mayor desinflación (véase el Gráfico 136 y nuestras perspectivas para la economía del Reino Unido en la Sección II). En segundo lugar, es probable que el Banco Central Europeo (BCE) haya llegado al final de su ciclo de flexibilización.

La libra esterlina también parece sobrevaluada, con un tipo de cambio efectivo real un 10% superior a su promedio posterior al Brexit.

En conjunto, esperamos que estos factores respalden un rendimiento de un solo dígito bajo para esta inclinación.

**Sobreponderación en renta fija brasileña:** Iniciamos una posición en renta fija brasileña en julio de 2025, que se beneficia de la caída de los tipos de interés internos. Preveemos que el Banco Central de Brasil (BCB) inicie un ciclo de recortes de tipos a principios de este año, que será, en última instancia, más profundo que las expectativas actuales del mercado. Con el tipo de interés oficial actualmente en el 15% y la inflación con una tendencia a la baja durante el último año, vemos margen para que el BCB reduzca los tipos en al menos 400 puntos básicos durante los próximos dos años, muy por encima de los aproximadamente 250 puntos básicos que el mercado actualmente descuenta.

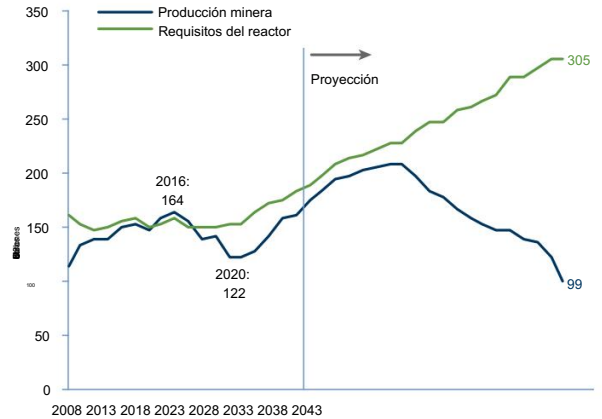
Nuestra perspectiva de tasas brasileñas más bajas se ve respaldada además por la posible normalización de la elevada prima de riesgo local del país, actualmente impulsada por preocupaciones fiscales y expectativas de inflación desestabilizadas. Dicho esto, seguimos de cerca la incertidumbre política antes de las elecciones de octubre.

Esperamos que esta inclinación proporcione un rendimiento de un solo dígito bajo.

**Asignación a uranio físico:** Iniciamos una pequeña asignación a uranio físico en marzo de 2022, anticipando que el aumento de la demanda frente a la oferta limitada impulsaría los precios al alza. Esta tesis se mantiene intacta.

## Anexo 115: Producción anual de uranio en minas vs. requerimientos de reactores

La producción de las minas de uranio ha sido insuficiente para satisfacer las necesidades anuales de los reactores desde 2018.



PERSPECTIVAS 2026

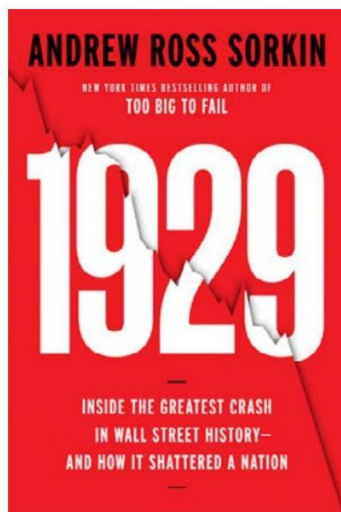
Esperamos que los precios continúen una trayectoria ascendente para obtener un rendimiento total cercano al 15% en nuestro caso base en 2026.

Estrategias sistemáticas

Implementamos estrategias sistemáticas de forma selectiva para complementar nuestras inversiones discretivas orientadas al valor y brindar fuentes no correlacionadas de retornos de cartera incrementales.

Actualmente contamos con una asignación a dos estrategias sistemáticas:

- **Rotación basada en tendencias (TBR):** esta estrategia fue introducida en 2021 y perfeccionada en 2023. Rota la exposición entre 14 clases de activos diferentes que abarcan materias primas, índices bursátiles estadounidenses y no estadounidenses, bonos corporativos estadounidenses, bonos del Tesoro estadounidense y efectivo estadounidense. La estrategia se basa exclusivamente en posiciones largas y asigna posiciones según las tendencias persistentes de precios, buscando participar en movimientos sostenidos y reduciendo la exposición cuando las tendencias se deterioran. Preveemos que la estrategia TBR genere rentabilidades de un solo dígito alto en 2026.
- **Sistema de Temporización de Conjuntos (ETS):** Esta estrategia de renta variable basada en reglas se introdujo en enero de 2025. Actualmente, integra alrededor de 80 señales distintas que capturan el impulso, la reversión a la media y la estacionalidad del S&P 500. Estas diversas señales de mercado se ponderan dinámicamente para generar una exposición diaria al S&P 500 que oscila entre el 0% y el 100%. De esta forma, la estrategia busca aprovechar los sesgos de comportamiento y las anomalías estructurales del mercado. Esperamos que la estrategia genere rentabilidades de un solo dígito medio este año.



Portada del libro, 1929: La historia interna de la mayor crisis en la historia de Wall Street.

Riesgos para nuestras perspectivas para 2026

Se ha vuelto habitual que los comentaristas digan que los inversores han sido complacientes y están ignorando una multitud de riesgos.

En un artículo del Financial Times titulado "Cómo estalla la burbuja", John Plender comienza con una advertencia: Estén advertidos.

Estamos reviviendo los locos años veinte. No es exactamente una nueva era del jazz; el jazz está un poco cansado últimamente. Pero la euforia de la inteligencia artificial está descontrolada, la locura criptográfica abunda, el crédito bulle en los mercados privados y Estados Unidos se encuentra una vez más en el centro de una vorágine fiscal y financiera global. Casi cien años después, debemos preguntarnos: ¿se avecina otra crisis como la de 1929?

Kenneth Rogoff, profesor de economía y políticas públicas en Harvard y ex economista jefe del FMI, publicó un artículo advirtiendo a los inversores sobre la turbulencia de los mercados de activos en 2026. 73 Escribe que «los inversores han mostrado muy poca preocupación por los riesgos» y enumera algunos de los más destacados: la incertidumbre geopolítica, la guerra entre Rusia y Ucrania y la creciente flota naval china. También añade que el regreso del presidente Trump a la Casa Blanca ha sido profundamente disruptivo y es probable que lo sea en 2026.

Discrepamos de la opinión de que los inversores no se preocupan por los riesgos. Parafraseando al Capitán Renault de la película clásica de 1942 "Casablanca", hemos identificado a los principales responsables del riesgo y creemos que los inversores los han tenido en cuenta:

- Riesgos económicos •  
Caídas del mercado financiero
- Riesgos geopolíticos

Riesgos económicos

Desde el inicio de nuestros informes anuales de Perspectivas, siempre hemos asumido que existe una probabilidad razonable de recesión. En nuestras perspectivas económicas para 2026, hemos asignado un 25% de probabilidad de recesión en EE. UU. y otras economías desarrolladas. La frecuencia histórica de recesiones en EE. UU. ha sido del 13% desde la Segunda Guerra Mundial y del 10% desde 1981.

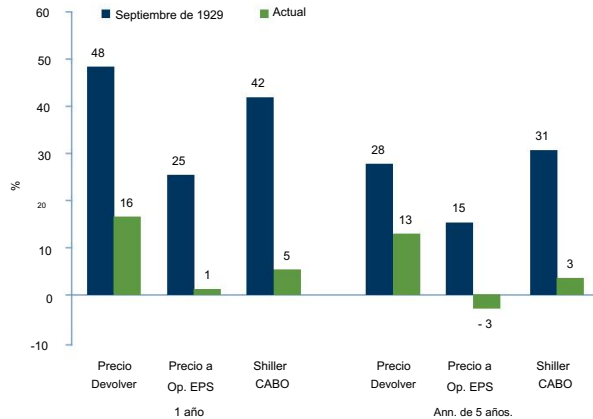
Estas probabilidades no son bajas, pero no son lo suficientemente altas como para que recomendemos salir de los mercados de valores.

El columnista del Financial Times no es el único que se pregunta si es inminente un colapso como el de 1929. En el bestseller del New York Times, «1929: Inside the Greatest Crash in Wall Street History—and How It Shattered a Nation», Andrew Ross Sorkin escribe que la gente de hoy «no percibe los notables paralelismos entre esa época y el clima político y económico actual». 74

Si bien existen algunos paralelismos, como los que analizamos en nuestra sección sobre IA, oro y bitcoin,

## Gráfico 116: Retornos del S&P 500 y expansión de la valoración: 1929 vs. hoy

Las ganancias extremas de precios y valoraciones que precedieron a 1929 no se han producido en el ciclo actual.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Robert Shiller, S&P Global.

Veamos algunas diferencias significativas en el mercado de valores estadounidense en general:

**Valoraciones excesivas:** La expansión de la valoración y el nivel de apreciación de los precios en septiembre de 1929, el mes anterior al desplome de octubre, fueron muy diferentes a los que observamos hoy. La apreciación de los precios ocurrida uno y cinco años antes del desplome fue sustancialmente mayor. El aumento de la relación precio-beneficio operativo y del CAPE de Shiller eclipsa la apreciación observada en el mercado alcista actual (véase el Gráfico 116).

**Apalancamiento:** Una de las mayores diferencias radica en el alto nivel de deuda de margen y préstamos de intermediarios financieros que utilizan los inversores. En 1929, estos préstamos equivalían al 18% de la capitalización bursátil de las acciones estadounidenses. A finales de 2025, estos saldos de margen representan poco menos del 2% de la capitalización bursátil. Si utilizamos una definición amplia de deuda empresarial no financiera respecto al PIB, el apalancamiento actual se sitúa en el 72%, frente a una ratio de deuda corporativa respecto al PIB del 71% en 1929. Sin embargo, el apalancamiento estaba aumentando en 1929, mientras que ha disminuido de forma constante desde el segundo trimestre de 2020.

**Reserva Federal:** Según John Kenneth Galbraith, "la Junta de la Reserva Federal en aquellos tiempos era un organismo de sorprendente incompetencia".<sup>75</sup> La Reserva Federal aumentó las tasas de interés a mediados de la década de 1920, y las tasas de interés reales subieron del 1,8% en 1925 al 7,9% en 1928. Es muy poco probable que la Reserva Federal de hoy aumente las tasas de manera tan agresiva ante una desaceleración económica.

La Reserva Federal también estaba entonces "desalentando fuertemente a los bancos" de tomar préstamos de la ventanilla de descuento, lo que

es exactamente lo opuesto de lo que hizo la Reserva Federal durante la crisis financiera mundial.<sup>76</sup>

### Caidas del mercado financiero

Como mostramos anteriormente en el Gráfico 106, la frecuencia histórica de una caída del 10% en el mercado de valores estadounidense en cualquier momento del año es de un notable 83%. Normalmente, estas caídas no duran un año completo.

Las acciones son activos volátiles. Nuestros modelos de asignación estratégica de activos asumen una volatilidad del 15% para las acciones estadounidenses, del 17% para las acciones desarrolladas fuera de EE. UU. y del 22% para las acciones de mercados emergentes. Las pérdidas de valor son comunes en la inversión en acciones.

En nuestros escenarios bajistas de fin de año para 2026, hemos asignado una probabilidad del 20% a una caída del 15% para todo el año en las acciones estadounidenses, una probabilidad del 25% a una caída del 11% en las acciones de mercados desarrollados no estadounidenses y una probabilidad del 25% a una caída del 17% en las acciones de mercados emergentes.

Ciertamente no estamos ignorando el lado negativo.

### Riesgos geopolíticos

La lista de riesgos geopolíticos que pueden generar nerviosismo en los mercados financieros es larga:

- Relaciones entre Estados Unidos y China
- La guerra entre Rusia y Ucrania
- La guerra híbrida de Rusia en Europa
- Conflicto en Oriente Medio
- Relaciones entre India y Pakistán
- La asertividad de Corea del Norte
- Riesgos de ciberseguridad
- Seguridad de cables submarinos
- Terrorismo

La pregunta más relevante para nuestros clientes es si estos riesgos pueden descarrilar las economías de Estados Unidos y otros países. También debemos ser realistas sobre lo que se puede predecir con certeza sobre cómo actuarán los presidentes Trump, Xi y Putin durante los próximos 12 meses. Venezuela no estaba en la mira de nadie a finales de 2024.

Muchos de los riesgos de nuestra lista no son significativos desde una perspectiva económica y de inversión. Por ejemplo, si bien el coste de la guerra entre Rusia y Ucrania en términos de víctimas...

Aunque la carga financiera ha sido significativa, la guerra no ha tenido un impacto significativo en el crecimiento global ni en los mercados bursátiles, ya que el precio del petróleo ha disminuido. De igual manera, las escaramuzas entre India y Pakistán no afectarán directa ni indirectamente el crecimiento económico de los países desarrollados y emergentes, a menos que exista la amenaza de un ataque nuclear por parte de cualquiera de ellos.

PERSPECTIVAS 2026

Asimismo, prevemos que los ciberataques de China, Rusia, Corea del Norte e Irán continuarán sin cesar, o incluso aumentarán. Pero a menos que estos ataques se vuelvan significativamente más destructivos —por ejemplo, provocando un apagón prolongado en algunas partes de EE. UU.—, el impacto no será significativo desde una perspectiva económica y de inversión.

Los cables submarinos seguirán siendo cortados: hay alrededor de... Se producen 200 incidentes de rotura de cables al año, de los cuales el 75 % son accidentes relacionados con la pesca o el uso de anclas. A menos que se produzca un ataque masivo a estos cables, las economías mundiales no se verán afectadas.

Es probable que el terrorismo se intensifique, pero a menos que tengamos un ataque terrorista masivo como los ataques del 11 de septiembre al World Trade Center y al Pentágono, las economías mundiales y los mercados de valores no se descarrilarán.

La relación más importante que podría descarrilar las economías de Estados Unidos y China es una escalada significativa de las tensiones entre ambos países.

La mayoría de los expertos geopolíticos con los que hablamos creen que tanto al presidente Trump como al presidente Xi les gustaría tener una relación más estable en 2026. Sin embargo, sería imprudente de nuestra parte asumir que sabemos si dicha estabilidad se materializará.

Las ventas de armas por 11.100 millones de dólares de Estados Unidos a Taiwán anunciadas el 17 de diciembre de 2025 provocaron una

Fuerte respuesta de China. El Ejército Popular de Liberación lanzó la Misión Justicia 2025, un ejercicio militar que incluyó buques de la guardia costera china, misiones aéreas y cohetes de largo alcance. Este fue el segundo ejercicio importante de 2025.

La respuesta del Departamento de Estado de EE. UU. también fue enérgica al expresar su oposición a un cambio unilateral del statu quo. Su comunicado de prensa decía: «Las actividades militares y la retórica de China hacia Taiwán y otros países de la región aumentan las tensiones innecesariamente. Instamos a Pekín a que actúe con moderación, cese su presión militar contra Taiwán y, en su lugar, entable un diálogo significativo».

Estados Unidos apoya la paz y la estabilidad en el estrecho de Taiwán y se opone a los cambios unilaterales del statu quo, incluso mediante la fuerza o la coerción.

Es improbable que China retenga cantidades significativas de imanes minerales y de tierras raras esenciales. Las exportaciones netas representaron alrededor del 30 % del crecimiento del PIB de China en 2025. Dada la continua debilidad tanto de su sector inmobiliario como del consumo de los hogares, China no querría frenar el crecimiento en sus principales mercados de exportación.

Las relaciones entre Estados Unidos y China seguirán siendo un riesgo importante a largo plazo para el crecimiento global.

Creemos que el posicionamiento de inversión refleja la mayor probabilidad de que estos riesgos no resulten lo suficientemente disruptivos como para socavar el caso base.



## Conclusiones clave

Nuestra Perspectiva para 2026 es la más extensa que hemos elaborado en ISG desde el inicio de nuestros informes anuales: el revuelo de 2025 generó muchas más preguntas de nuestros clientes. Como escribió el ícono de la música country Alan Jackson en 2017, simplemente "tenemos más que decir":

Cuanto más viejo me hago, más rezo.

No sé por qué

Supongo que tengo más que decir.

Las conclusiones clave de nuestras Perspectivas para 2026 son las siguientes:

---

### Crecimiento constante similar a una tendencia

Esperamos un crecimiento mundial del 3,1% en 2026, lo que está en línea con la tendencia de crecimiento estimada del 3,0%. Se espera que Estados Unidos crezca un 2,3%, ligeramente por encima de su crecimiento tendencial estimado del 2,0%. Se espera que la eurozona crezca un 1,2%, en línea con su tendencia, y que el Reino Unido crezca un 1,0%, por debajo de su crecimiento tendencial del 1,4%. La economía del Reino Unido se verá afectada por una política fiscal menos expansiva y una desaceleración del crecimiento de los ingresos de los hogares en un contexto de debilitamiento del mercado laboral. Se espera que Japón crezca un 0,7%, ligeramente por encima de la tendencia. Entre los mercados emergentes, Brasil y Rusia crecerán por debajo de la tendencia, India crecerá por encima de la tendencia y se espera que China crezca un 4,5%.

---

### Política monetaria mixta

Estados Unidos y el Reino Unido mantendrán su política monetaria expansiva; prevemos que tanto la Reserva Federal estadounidense como el Banco de Inglaterra bajen los tipos de interés en 50 puntos básicos en 2026. El Banco Central Europeo mantendrá los tipos estables, y el Banco de Japón mantendrá su tendencia al alza. Entre los mercados emergentes, prevemos que Brasil y Rusia bajen los tipos en tres puntos porcentuales, y China, su tipo de interés oficial, en 0,2 puntos porcentuales.

---

### Riesgo de recesión

Hemos asignado una probabilidad del 25% a una recesión en cada una de las principales economías desarrolladas, incluido Estados Unidos, en 2026.

---

### Rendimientos de referencia modestos de un dígito medio

Tras una sólida rentabilidad del 14% en 2025 para una cartera de riesgo moderado compuesta por un 50% de acciones y un 50% de bonos, y una rentabilidad del 9% en 2024, esperamos una rentabilidad más modesta, de un dígito medio, este año. La renta variable será el principal impulsor de la rentabilidad, con una rentabilidad del 7% para la renta variable estadounidense, del 6% para la renta variable de mercados desarrollados no estadounidenses y del 8% para la renta variable de mercados emergentes.

---

### Modesto cambio en la asignación estratégica de activos

Hemos realizado un pequeño cambio en nuestra recomendación de asignación estratégica de activos para las carteras modelo, desplazando un 1,5 % de la renta variable de mercados desarrollados (no estadounidenses) a la renta variable de mercados emergentes, excluyendo China. Este cambio se debió a las expectativas de un mayor crecimiento económico y de las ganancias en dichos mercados emergentes.

---

### Vulnerabilidades localizadas

En nuestro escenario base, no creemos que el dominio absoluto que China ejerce sobre EE. UU. en materia de tierras raras, ingredientes farmacéuticos activos y materias primas clave se utilice como palanca. Creemos que existen problemas de burbuja en ciertas áreas, como las expectativas de IA, la inversión de capital y, posiblemente, las valoraciones del mercado privado de IA. Creemos que el Estado de derecho y el sistema de pesos y contrapesos en EE. UU. se mantienen sólidos.

---

### Riesgos geopolíticos

Si bien la lista de riesgos geopolíticos es larga, creemos que la mayoría se contendrá y no afectará nuestras perspectivas económicas y financieras. El único riesgo serio, según nuestra opinión, sería un deterioro significativo de las relaciones entre Estados Unidos y China. Creemos que, entre el presidente Trump y el presidente Xi, el riesgo de escalada es impredecible.

---

### Vigilancia continua

Como es habitual, nos mantenemos atentos a los riesgos inesperados y a las oportunidades de inversión.

# Economía mundial de 2026

## Perspectiva: Ruptura en las nubes

El año pasado, la economía mundial operó bajo una oscura nube de incertidumbre. Los cambios radicales en las políticas dificultaron la visibilidad tanto para las empresas como para los consumidores, con más de 140 órdenes ejecutivas emitidas tan solo en los primeros 100 días de la nueva administración estadounidense.<sup>71</sup> Estos cambios tan rápidos dificultaron especialmente la evaluación de los resultados probables, lo que retrasó la toma de decisiones en todo el mundo. La incertidumbre era evidente en el



PERSPECTIVAS 2026

Datos: el índice de incertidumbre de la política económica aumentó a su nivel mensual más alto este siglo, superando los picos observados incluso durante la crisis financiera mundial de 2008 y la pandemia de COVID-19.72

A medida que entramos en el año 2026, esta capa de nubes ha comenzado a disiparse. Con la desaparición de los escenarios más adversos, las perspectivas de crecimiento global se ven condicionadas menos por shocks comunes y más por los fundamentos regionales. En Estados Unidos, la resiliencia de la demanda interna y la moderación de la inflación han permitido que el crecimiento se mantenga mejor de lo previsto, aun cuando la política monetaria se mantiene ligeramente restrictiva. En gran parte de Europa, el crecimiento se está estabilizando, ya que la desinflación y las condiciones financieras más favorables impulsan una recuperación gradual.

En cambio, las perspectivas de Japón se sustentan en el aumento de los salarios y la inflación, lo que resulta en un contexto de crecimiento más duradero, aunque aún moderado. Las medidas políticas específicas están ayudando a China a estabilizar la actividad, aunque los obstáculos estructurales están moderando el ritmo de expansión.

Si bien la visibilidad ha mejorado, los desafíos económicos subyacentes persisten. El aumento de los déficits y de las ratios deuda/PIB está suscitando un mayor escrutinio en muchas partes del mundo, a medida que crece la preocupación por la sostenibilidad de la deuda. Esta vulnerabilidad se acentúa cuando una inflación persistentemente superior al objetivo limita la capacidad de la política monetaria para compensar la desaceleración del crecimiento.

La transmisión de las políticas es otra limitación. En China, la débil confianza del consumidor continúa mitigando el impacto de la flexibilización, mientras que en Japón, el progreso hacia la normalización depende de la continuidad del dinamismo salarial.

Las economías que gestionan bien sus desafíos están mejor posicionadas para sostener el crecimiento, mientras que otras siguen siendo vulnerables incluso a perturbaciones modestas.

Anexo 118: Evolución de la tasa arancelaria efectiva

La tasa arancelaria efectiva sobre las importaciones estadounidenses se ha estabilizado cerca del 14%.



Datos hasta noviembre de 2025. Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

A pesar de los riesgos, el balance de factores aún respalda nuestra opinión de que el crecimiento global se mantiene resiliente (véase el Gráfico 117). Con un horizonte más despejado, cada economía vuelve a trazar su propio rumbo.

Estados Unidos: una expansión duradera

De manera similar a la famosa ocurrencia de Mark Twain sobre su propia muerte, los informes sobre la desaparición de la economía estadounidense resultaron ser muy exagerados en 2025. Esta resiliencia fue aún más sorprendente dada la avalancha de cambios de política del año pasado.

En abril, la tasa arancelaria promedio sobre las importaciones aumentó a aproximadamente el 27% (ver Gráfico 118), un nivel nunca antes visto.

Gráfico 117: Perspectivas del ISG para las economías desarrolladas

	Crecimiento del PIB real Promedio anual (%)				Inflación general* Promedio anual (%)		Inflación básica* Promedio anual (%)		Tasa de política** Fin de año (%)		Bono a 10 años Producir*** Fin de año (%)	
	2025	2026 Caso base	2026 Bien Caso	2026 Caso malo	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Estados Unidos	2.1	1.9-2.7	3.0	0.5	2.7	2.2-3.0	2.9	2.3-3.1	3.625	3.125	4.17	4.15-4.65
Eurozona	1.4	0.9-1.5	1.7	0.6	2.1	1.6-2.2	2.4	1.8-2.4	2.00	2.00	2.86	2.75-3.25
Reino Unido 1.4		0.7-1.3	1.6	0.6	3.4	2.0-2.8	3.6	2.1-2.9	3.75	3.25	4.48	4.00-4.50
Japón	1.2	0.3-1.1	1.3	0.2	3.1	1.2-2.2	3.0	1.7-2.7	0.75	1.25	2.07	1.85-2.35

Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics, Bloomberg.

\* La inflación se refiere a la inflación del IPC. La inflación subyacente de Japón excluye los alimentos frescos, pero incluye la energía.

\*\* El tipo de interés oficial de EE. UU. se refiere al punto medio del rango objetivo de la Reserva Federal. El tipo de interés oficial de la eurozona se refiere a la facilidad de depósito del BCE. El tipo de interés oficial de Japón se refiere al tipo de depósito del Banco de Japón.

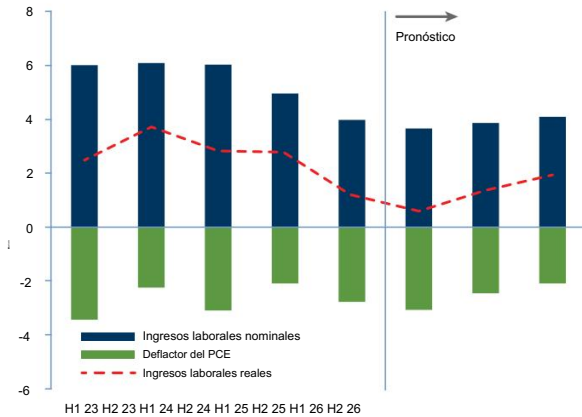
\*\*\*

Para el rendimiento de los bonos de la eurozona, mostramos el rendimiento del bono alemán a 10 años.

Los pronósticos son estimaciones basadas en supuestos, están sujetos a revisión y pueden cambiar a medida que cambian las condiciones económicas y del mercado. No se puede garantizar que se cumplan los pronósticos.

Gráfico 119: Crecimiento del ingreso laboral real en EE. UU.

Los aumentos de precios impulsados por aranceles erosionaron los salarios reales en 2025, pero esperamos una recuperación gradual este año.



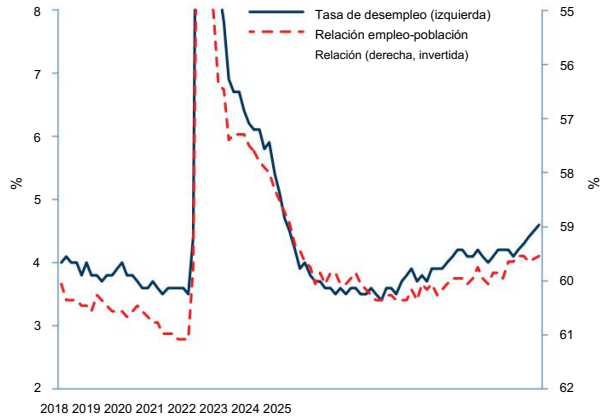
Datos hasta el primer semestre de 2025. Pronóstico hasta el segundo semestre de 2026.

Fuente: Investment Strategy Group, BEA, Haver Analytics.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Gráfico 121: Tasa de desempleo en EE. UU. y Relación empleo-población

El aumento gradual de la tasa de desempleo sugiere que la demanda laboral está ligeramente por detrás de la oferta.

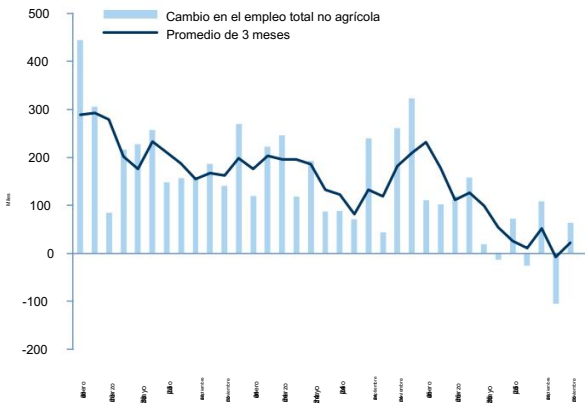


Datos hasta noviembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, BLS, Haver Analytics.

Gráfico 120: Cambios en las nóminas no agrícolas de EE. UU.

El crecimiento del empleo sigue siendo lento, debido en gran medida a la menor inmigración.

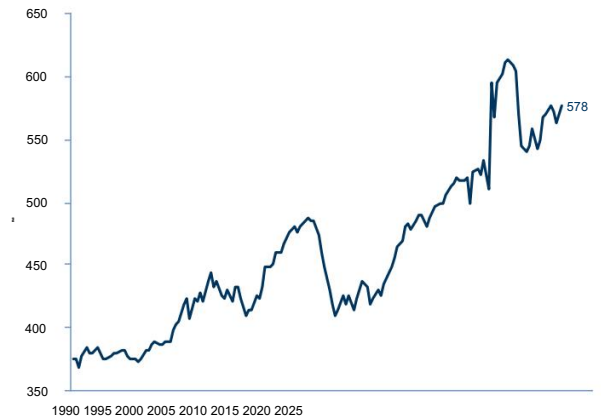


Datos hasta noviembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics.

Anexo 122: Patrimonio neto de los hogares estadounidenses como Participación en el PIB

En términos agregados, los balances de los hogares parecen saludables.



Datos hasta el segundo trimestre de 2025.

Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, FRB.

desde la era de la Gran Depresión de la década de 1930. Al mismo tiempo, las políticas de inmigración más estrictas hicieron que los entrantes internacionales cayeran de casi 3 millones en 2024 a mucho menos de 500.000 en términos anualizados.<sup>73, 74</sup>

Estos shocks repercutieron en toda la economía.

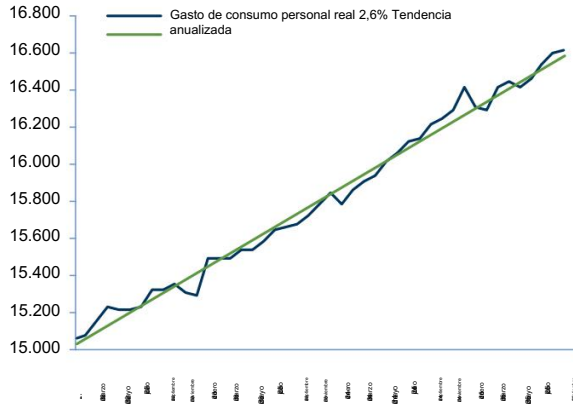
Los aumentos de precios impulsados por aranceles erosionaron los salarios reales, mientras que la creciente incertidumbre provocó que la demanda laboral se estancara.

(Véanse los gráficos 119 y 120). La oferta laboral también se vio afectada, ya que la reducción de la inmigración limitó la disponibilidad de trabajadores. La consiguiente presión sobre el gasto de los hogares y la creciente preocupación por el debilitamiento del mercado laboral llevaron a muchos a concluir que una recesión era inminente.

Sin embargo, a pesar de estos desafíos, la economía estadounidense demostró una notable durabilidad. El ascenso gradual

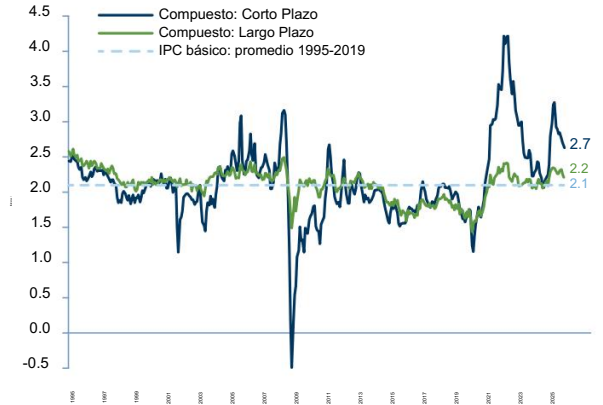
Gráfico 123: Gasto real de consumo personal en EE. UU. vs. tendencia posterior a 2021

El consumo se ha mantenido cerca de su tendencia de crecimiento del 2,6% desde 2022.



Anexo 125: Medidas compuestas de ISG Expectativas de inflación

Las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen prácticamente estables.



Datos hasta noviembre de 2025.

Nota: Las medidas compuestas promedian los puntajes de las expectativas de inflación de las encuestas de consumidores, la encuesta de pronosticadores profesionales y los puntos de equilibrio de la inflación, y se normalizan en torno al promedio de largo plazo de la inflación.

Fuente: Investment Strategy Group, Universidad de Michigan, Reserva Federal de Nueva York, Bloomberg, Reserva Federal de Filadelfia.

Gráfico 124: Expectativas de inflación de la Universidad de Michigan vs. Expectativas de ingresos personales

A diferencia de 2022-23, parece poco probable que los trabajadores exijan salarios más altos en respuesta a la inflación impulsada por los aranceles.

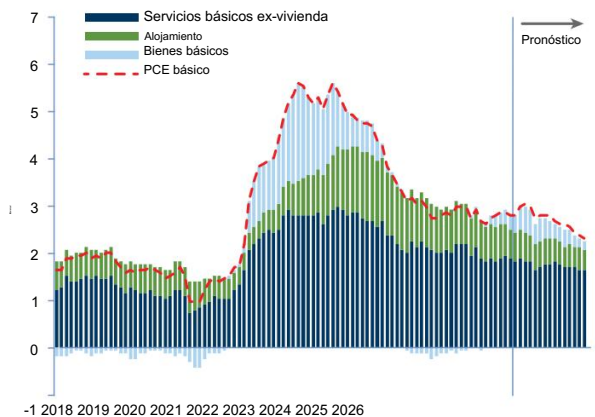


Datos hasta diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics, Bloomberg, Universidad de Michigan.

Anexo 126: Contribución al núcleo de EE. UU. Inflación del PCE

La desinflación de los servicios debería continuar a pesar de la inflación de los bienes impulsada por los aranceles.



Datos hasta septiembre de 2025. Pronóstico hasta diciembre de 2026.

Fuente: Investment Strategy Group, BEA.

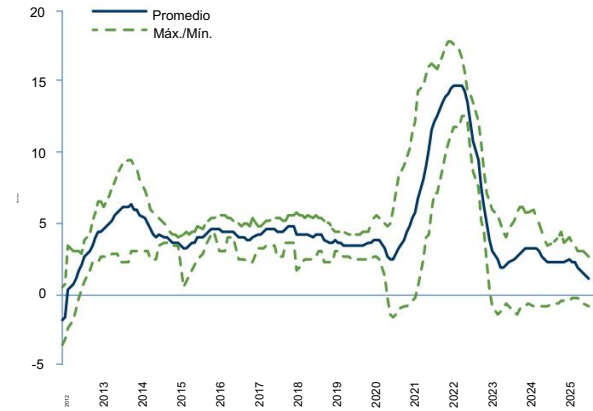
Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

El aumento en la tasa de desempleo del año pasado sugiere que la demanda laboral sólo se está enfriando, no colapsando (ver Gráfico 121). Mientras tanto, una tasa arancelaria más baja y más estable después del pico del 9 de abril ayudó a aliviar la incertidumbre política y

Mejorar la confianza económica. De igual manera, el aumento de los precios de las acciones y de la vivienda moderó el consumo incluso cuando los ingresos se vieron reducidos (véase el Gráfico 122). El estímulo fiscal del reciente proyecto de ley de conciliación presupuestaria también está compensando

**Gráfico 127: Indicadores principales de EE. UU. Inflación de la vivienda**

Una serie de indicadores de tasas de alquiler y precios de viviendas se han debilitado, lo que sugiere que se acerca una mayor desinflación del mercado inmobiliario.



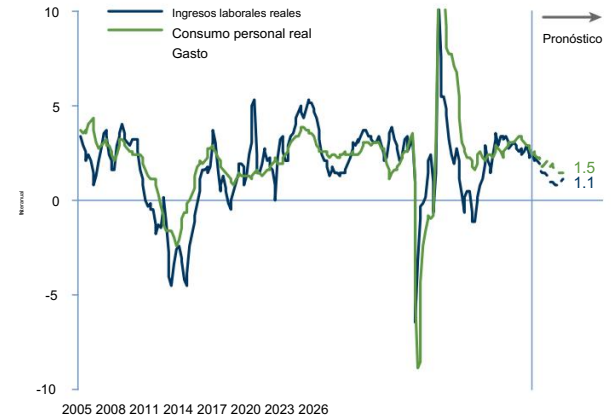
Datos hasta septiembre de 2025.

Nota: Los indicadores principales resumidos son el índice de alquiler observado de Zillow, el índice de valor de vivienda de Zillow, los alquileres medios de Apartment List, el índice de alquiler de viviendas unifamiliares de Cotally, el índice de precios de vivienda de FHFA, el índice de precios de vivienda de Case-Shiller y el índice de alquiler de nuevos inquilinos de BLS (excluidas las estimaciones preliminares).

Fuente: Investment Strategy Group, Zillow, S&P, FHFA, Apartment List, Haver Analytics.

**Gráfico 129: Ingresos laborales reales y empleo real en Estados Unidos Gasto de consumo personal**

Es probable que el consumo se desacelere sólo modestamente, a pesar del menor ingreso laboral.



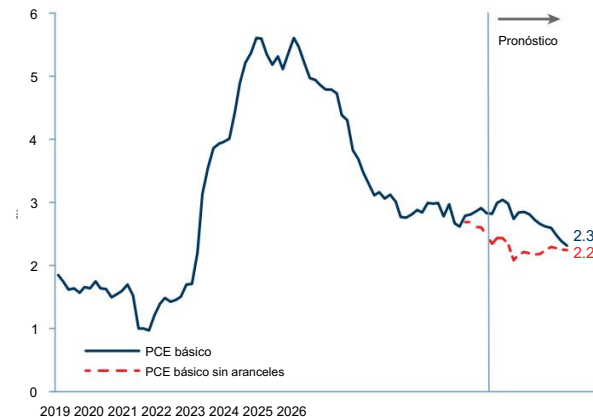
Datos hasta septiembre de 2025. Pronóstico hasta diciembre de 2026.

Fuente: Investment Strategy Group, Oficina de Estadísticas Laborales, Haver Analytics.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

**Gráfico 128: Pronóstico de inflación PCE básica vs. Escenario sin aranceles**

Las distorsiones inflacionarias impulsadas por los aranceles se desvanecerán a lo largo de 2026.



Datos hasta septiembre de 2025. Pronóstico hasta diciembre de 2026.

Nota: Estimación del PCE básico sin aranceles a partir de mayo de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, BEA.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

La fortaleza subyacente de la demanda sugiere que las fuerzas que lastraron el crecimiento el año pasado fueron, en gran medida, impulsadas por las políticas y transitorias. A medida que avanzamos hacia 2026, prevemos que estos lastres se atenuarán aún más. El impacto inflacionario de los aranceles parece ser cada vez más un aumento puntual del nivel de precios, y es probable que la mayor parte de su transmisión a la inflación subyacente (aproximadamente 75 puntos básicos) se complete a principios de este año. A diferencia de 2022-23, las encuestas muestran que es poco probable que los trabajadores exijan salarios más altos en respuesta a los aumentos de precios impulsados por los aranceles (véase el gráfico 125). En parte como consecuencia de ello, las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables (véase el gráfico 125).

Más allá de las tarifas, la inflación subyacente continúa moderándose (véase el Gráfico 126). Los indicadores adelantados sugieren que el crecimiento salarial debería moderarse aún más, lo que contribuiría a la desinflación en el sector servicios. Los precios de alquiler, que predicen con fiabilidad la inflación de la vivienda, han caído a su nivel más bajo en más de una década (véase el Gráfico 127). En conjunto, estas dinámicas respaldan nuestra previsión de que la inflación subyacente del PCE caerá del 2,9 % a principios de año al 2,3 % a finales de año (véase el Gráfico 128).

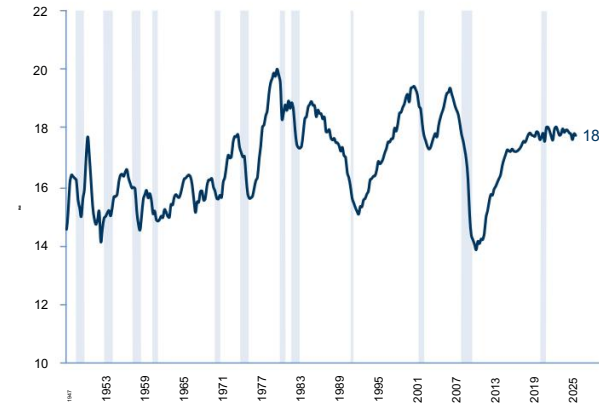
A medida que disminuyen las presiones inflacionarias, el poder adquisitivo de los hogares debería mejorar gradualmente (véase el Gráfico 119). Si bien el crecimiento de los ingresos laborales se ha moderado, el aumento del empleo a lo largo de 2026 debería respaldar los ingresos laborales (véase el Gráfico 129). Lo mismo podría decirse de los efectos sobre la riqueza derivados del aumento de los precios de los activos, que prevemos que añadirán aproximadamente 0,3 puntos porcentuales al crecimiento del consumo real en los próximos trimestres.

parte del lastre. Como resultado, el gasto del consumidor... que representa casi el 70% del PIB, se mantuvo cerca de su tendencia de crecimiento de largo plazo a pesar de una amplia gama de vientos en contra (véase el Gráfico 123).

PERSPECTIVAS 2026

Anexo 130: Inversión fija en EE. UU. como Participación en el PIB

No hay señales de sobreinversión en toda la economía.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.  
 Nota: Los períodos sombreados indican recesiones.  
 Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics, BEA.

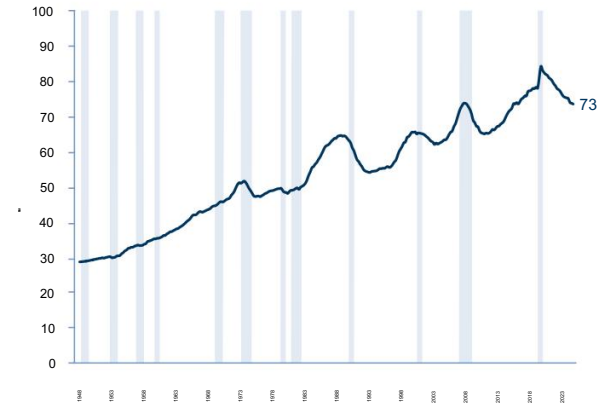
La inversión fija representa una fuente adicional de apoyo a la demanda interna. El rápido aumento de la inversión en tecnología, impulsado por el desarrollo de infraestructura relacionada con la IA, probablemente contribuyó con alrededor de 0,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB durante el último año. Si bien algunos inversores se preguntan si este ciclo corre el riesgo de sobreextenderse, el contexto macroeconómico actual difiere significativamente de los auges de inversión anteriores. La inversión fija como porcentaje del PIB se ha mantenido prácticamente estable desde 2018, cerca de su promedio a largo plazo, en lugar de alcanzar niveles insostenibles como ocurrió antes de la burbuja tecnológica de finales de la década de 1990 o el auge inmobiliario de mediados de la década de 2000 (véase el Gráfico 130).

Fundamentalmente, los desequilibrios del sector privado que amplificaron las recesiones pasadas prácticamente no existen hoy en día. Como se muestra en el Gráfico 131, el sector empresarial estadounidense se ha estado desapalancando, y la deuda empresarial no financiera —una señal de alerta temprana fiable en ciclos anteriores— ha caído drásticamente como porcentaje del PIB en los últimos años. La ausencia de un exceso de apalancamiento reduce el riesgo de que la desaceleración del crecimiento se convierta en una contracción que se retroalimenta.

En este contexto, esperamos que la Reserva Federal recorte las tasas dos veces más en 2026, en las reuniones de marzo y junio, llevando la tasa de política a un rango de 3,0–3,25%. Esto situaría las tasas prácticamente en línea con la estimación del FOMC sobre la tasa neutral a largo plazo. Recortes más profundos probablemente requerirían un deterioro más pronunciado de las condiciones del mercado laboral, sobre todo porque varios participantes del FOMC han mostrado mayor cautela ante una mayor flexibilización.

Anexo 131: Deuda empresarial no financiera de EE. UU. Participación en el PIB

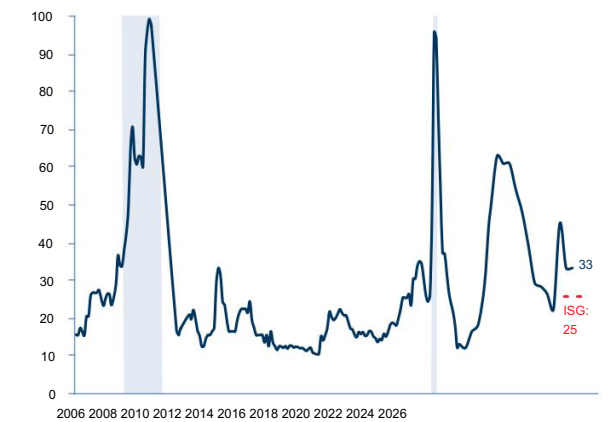
El sector empresarial estadounidense ha estado desapalancándose en los últimos años.



Datos hasta el segundo trimestre de 2025.  
 Nota: Los períodos sombreados indican recesiones.  
 Fuente: Investment Strategy Group, BEA.

Gráfico 132: Probabilidad de recesión en EE. UU. en 12 meses

Estimamos una probabilidad de recesión del 25% en el próximo año, por debajo del consenso del 33%.

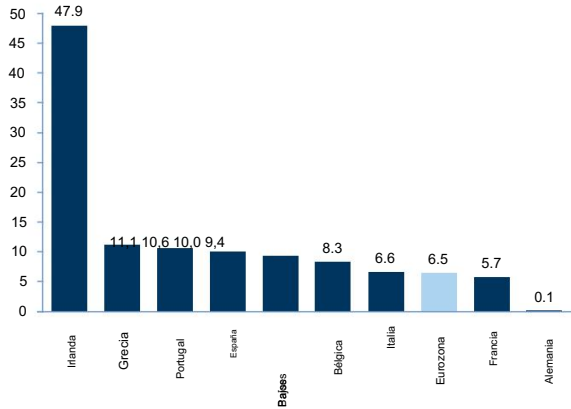


Datos hasta octubre de 2025.  
 Nota: Probabilidad promedio de que la recesión comience en los próximos 12 meses. Los períodos sombreados indican recesiones.  
 Fuente: Investment Strategy Group, Wall Street Journal.

Si bien se espera que la administración Trump nombre a un nuevo presidente de la Reserva Federal en mayo, no creemos que esto altere significativamente la trayectoria de la política monetaria. El actual presidente, Jerome Powell, también fue nombrado por el presidente Trump; sin embargo, sus decisiones políticas han discrepado frecuentemente de las preferencias declaradas por la Casa Blanca. Además, la política monetaria se determina por consenso de un comité de 12 miembros, no solo por el presidente.

Gráfico 133: Países seleccionados de la eurozona: PIB del tercer trimestre de 2025 frente al PIB del cuarto trimestre de 2019

El crecimiento generalizado en la eurozona oculta amplias disparidades entre países.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

En términos más generales, una postura política injustificadamente acomodaticia probablemente resultaría contraproducente. La mayor preocupación por la inflación impulsaría al alza los rendimientos a largo plazo, un resultado que escapa al control directo de la Reserva Federal, y que, por lo tanto, endurecería las condiciones financieras en lugar de flexibilizarlas. De esta manera, el propio mercado actúa como el freno definitivo a las políticas inapropiadas.

Dicho esto, nombrar un presidente de la Reserva Federal con más motivaciones políticas podría llevar a votos disidentes más frecuentes y a una comunicación menos predecible, lo que aumentaría la volatilidad en los mercados de renta fija.

En resumen, preveo que la disminución del lastre arancelario, la disminución de las presiones inflacionarias y un impulso sostenido en la inversión tecnológica respaldarán un crecimiento similar a la tendencia en EE. UU. del 2,3 % este año. A su vez, hemos reducido nuestra probabilidad de recesión para el próximo año al 25 %. Si bien esta cifra se sitúa por debajo del consenso del mercado, se sitúa por encima del promedio a largo plazo, dados los riesgos persistentes derivados de un mercado laboral aún débil (véase el Gráfico 132). De no materializarse estos riesgos, creemos que la expansión estadounidense puede perdurar.

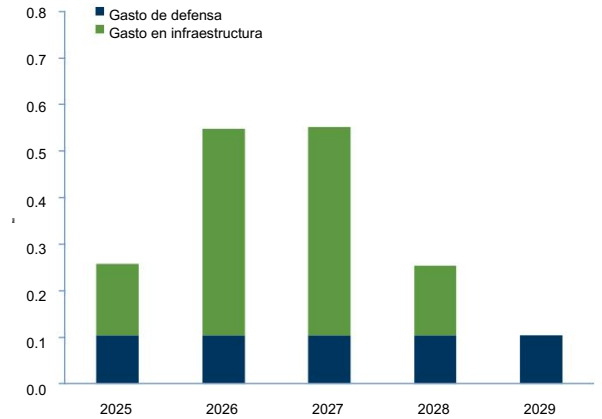
## La eurozona: reequilibrio gradual

La economía de la eurozona resistió la elevada incertidumbre global mejor de lo previsto el año pasado. En 2025, el PIB se expandió un 1,4%, frente a la previsión de consenso del 1,0% a principios de año. Sin embargo, la fortaleza general sigue ocultando amplias disparidades entre

## Anexo 134: Impacto económico esperado de El plan fiscal de Alemania

Alemania anunció un plan fiscal en 2025 que podría apoyar el crecimiento en los próximos años.

BBB



Datos a 2025. Pronóstico hasta 2029.

Fuente: Investment Strategy Group.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Países y sectores (véase el Gráfico 133). Irlanda se benefició desproporcionadamente de la actividad concentrada al inicio del período, vinculada a la inminente imposición de aranceles estadounidenses, mientras que España continuó registrando un sólido crecimiento impulsado por los servicios. En cambio, las economías orientadas a la manufactura tuvieron dificultades para ganar impulso.

Alemania se destacó como el principal rezagado. La débil demanda externa y los costos energéticos, aún elevados, junto con la continua restricción fiscal, situaron su crecimiento por debajo del promedio de la eurozona. Sin embargo, recientes cambios en las políticas sugieren que esta dinámica está cambiando. El gobierno recién elegido ha anunciado un amplio plan de inversión en infraestructuras que totaliza aproximadamente el 12% del PIB durante los próximos 12 años. Si bien es probable que los obstáculos regulatorios y las limitaciones de implementación ralenticen el desembolso, incluso una ejecución parcial debería impulsar significativamente el crecimiento a largo plazo (véase el Gráfico 134). Paralelamente, los acuerdos alcanzados en la cumbre de la OTAN de 2025 para aumentar el gasto en defensa —con el objetivo de alcanzar el 3,5% del PIB para 2035— apuntan a una postura fiscal ligeramente más favorable en la eurozona (véase el Gráfico 135).

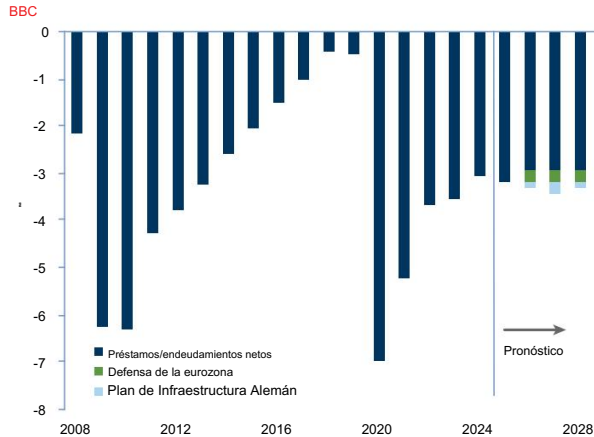
En parte como resultado de ello, esperamos que el crecimiento de la eurozona mejore a lo largo de 2026. La inversión fija debería beneficiarse a medida que el gasto público gane impulso gradualmente.

Mientras tanto, es probable que el consumo privado se beneficie de la mejora de la renta real disponible y de una disminución gradual de la tasa de ahorro de los hogares a medida que se disipa la incertidumbre. Si bien el comercio neto puede seguir lastrando el crecimiento, este lastre debería ser menos pronunciado que en 2025. Aun así,

## PERSPECTIVAS 2026

Gráfico 135: Préstamos/endeudamientos netos de la eurozona como porcentaje del PIB

Se prevé que el endeudamiento de la eurozona aumente, impulsado por un mayor gasto en defensa y una política fiscal más flexible en Alemania.



Datos hasta 2024. Pronóstico hasta 2028.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

mejora secuencial, se espera que el crecimiento anual promedio en 2026 se desacelere en aproximadamente 20 puntos básicos debido a un débil efecto de arrastre.

Es probable que el BCE mantenga la postura a la espera, ya que el banco analiza una inflación por debajo del objetivo a principios de año impulsada por los efectos de la base energética y la moderación del crecimiento salarial. A medida que el crecimiento se fortalezca a finales de este año y la inflación converja hacia el objetivo del banco, el equilibrio de riesgos podría desplazarse hacia un posible ajuste.

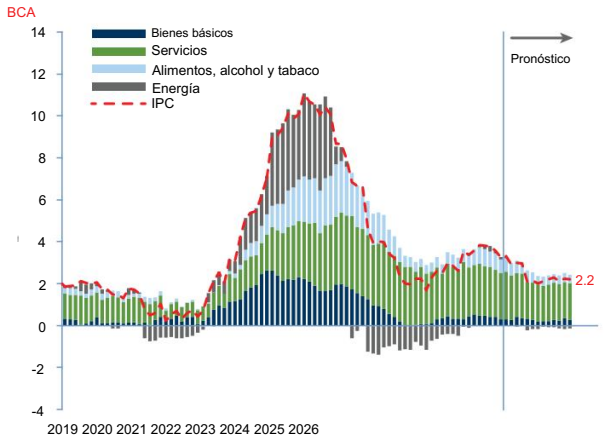
Si bien las perspectivas cíclicas a corto plazo están mejorando, persisten desafíos estructurales de mayor duración. El progreso en la implementación de las recomendaciones del informe de Mario Draghi sobre la competitividad de la UE75 sigue limitado por la escasa cohesión política entre los Estados miembros.

Además, es probable que los mercados se centren en un calendario de eventos de riesgo más concurrido en 2027. En el BCE, cuatro de los seis puestos del Comité Ejecutivo, incluida la presidencia de Christine Lagarde, se renovarán. Al mismo tiempo, Francia, Italia, España y Grecia tienen previsto celebrar elecciones.

Es probable que el BCE mantenga la postura a la espera, ya que el banco analiza una inflación por debajo del objetivo a principios de año impulsada por los efectos de la base energética y la moderación del crecimiento salarial.

Gráfico 136: Perspectivas de inflación del Reino Unido

Esperamos desinflación en el Reino Unido este año, impulsada por la mayoría de las categorías de la canasta de inflación.



Datos hasta noviembre de 2025. Pronóstico hasta diciembre de 2026.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

## Reino Unido: crecimiento bajo restricciones

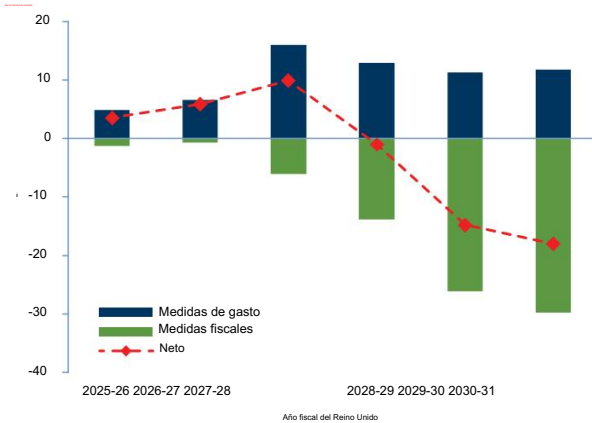
El crecimiento del Reino Unido superó las expectativas en 2025, pero el rendimiento fue desigual a lo largo del año. Durante el primer semestre, la actividad se benefició de la demanda, que se adelantó ante la subida de aranceles y los ajustes de precios administrados de abril. A medida que estas ayudas puntuales se desvanecían en el segundo semestre, el impulso se desaceleró. Las exportaciones se moderaron y la incertidumbre aumentó a medida que se acercaba el Presupuesto de Otoño. Al mismo tiempo, el mercado laboral se debilitó y un ciberataque a Jaguar Land Rover interrumpió la producción manufacturera.

Si bien esperamos que la economía del Reino Unido mejore en 2026, es probable que las ganancias se vean limitadas por fuerzas en competencia. La menor incertidumbre política debería impulsar el crecimiento, junto con la normalización de las exportaciones y una mayor flexibilización monetaria. Es probable que estos factores favorables se vean parcialmente compensados por una política fiscal menos expansiva y un crecimiento más lento del ingreso real en un mercado laboral aún débil.

Dicho esto, todavía se espera que el crecimiento anual en 2026 se desacelere en relación con 2025, lo que refleja un débil efecto de arrastre.

Gráfico 137: Endeudamiento neto del sector público del Reino Unido por categoría

Los aumentos de impuestos se han pospuesto hasta el final del horizonte de previsión.



Datos al 26 de noviembre de 2025. Previsión hasta el año fiscal del Reino Unido 2030-31.  
Fuente: Investment Strategy Group, OBR.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Este tibio crecimiento económico debería impulsar una mayor desinflación. Se espera que la inflación de los servicios disminuya a medida que se modere el crecimiento salarial, mientras que las medidas temporales del gobierno aportan cierto alivio a las facturas de energía de los hogares.

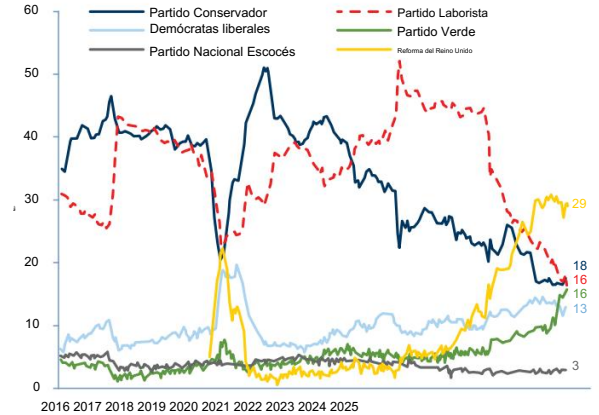
La corrección de los factores temporales que impulsaron la inflación el año pasado, en particular los aumentos puntuales en varias categorías de servicios y la elevada inflación de los alimentos, debería contribuir a una mayor moderación de las presiones inflacionarias. En general, prevemos que la inflación se reduzca aproximadamente un punto porcentual, hasta el 2,2%, para finales de año (véase el Gráfico 136).

La dinámica inflacionaria favorable y la actividad económica moderada abren margen para una mayor flexibilización monetaria por parte del Banco de Inglaterra (BOE). Prevemos dos recortes adicionales de 25 puntos básicos en los tipos de interés en 2026, lo que situaría el tipo terminal en el 3,25%. Si bien el momento de estos ajustes dependerá de los datos que se publiquen, nuestra hipótesis base es que el BOE actuará en sus reuniones de marzo y junio.

Más allá de la política monetaria, la incertidumbre en torno a la evolución fiscal y política sigue siendo un riesgo clave para las perspectivas del Reino Unido. Las finanzas públicas del Reino Unido se han deteriorado significativamente desde la pandemia. En respuesta, el presupuesto de 2026 introdujo una nueva ronda de subidas de impuestos para aumentar la recaudación. Sin embargo, las medidas de gasto se concentran en las primeras fases del proceso, mientras que las subidas de impuestos asociadas están programadas para justo antes de las elecciones generales de 2029 (véase el Gráfico 137). Este desfase temporal aumenta el riesgo de que las subidas de impuestos se retrasen, se diluyan o no se implementen en absoluto, lo que debilitará aún más la posición fiscal del Reino Unido.

Anexo 138: Apoyo a diversas políticas Fiestas en el Reino Unido

La disminución del apoyo al Partido Laborista aumenta los riesgos políticos al aumentar la probabilidad de desafíos de liderazgo.



Datos hasta diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Político, promedio móvil de varias encuestadoras.

Los riesgos políticos también son elevados, ya que podrían surgir desafíos de liderazgo antes de las elecciones locales de mayo en medio de un apoyo persistentemente bajo al Partido Laborista (véase el Gráfico 138).

### Japón: tierra de riesgos crecientes

La economía japonesa demostró ser más resiliente de lo esperado el año pasado. El crecimiento se mantuvo incluso cuando Estados Unidos... El principal socio comercial de Japón impuso un arancel del 15% a la mayoría de las importaciones japonesas. Los hogares también se enfrentaron a un fuerte aumento del coste de la vida, ya que el precio del arroz se duplicó, impulsando la inflación por encima del 3%. Aun así, el PIB se expandió un 1,2%, en línea con el pronóstico inicial de consenso.

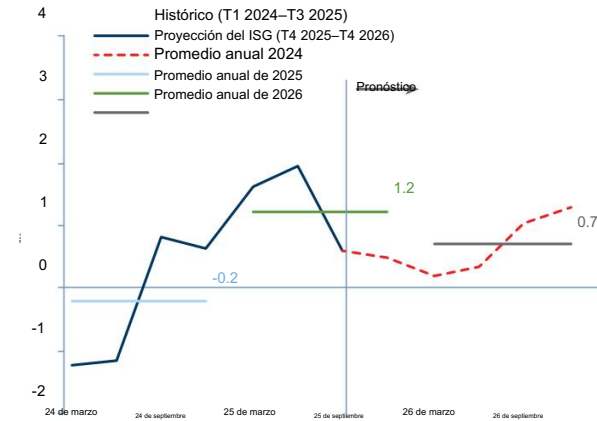
El apoyo político ayudó a compensar estos shocks. El gobierno implementó medidas para apoyar a las empresas que enfrentaban aranceles estadounidenses más altos y para aliviar la presión sobre el gasto de los hogares. Mientras tanto, durante la mayor parte del año, el Banco de Japón (BOJ) suspendió el endurecimiento de la política monetaria, optando por esperar a que se aclararan las negociaciones comerciales con Estados Unidos.

Si bien estos vientos en contra contribuyeron a una desaceleración en el segundo semestre del año pasado, se prevé un repunte de la actividad subyacente en 2026 (véase el Gráfico 139). El aumento de los salarios y el aumento del gasto público deberían brindar apoyo, al igual que la continua inversión en automatización y robótica en un contexto de condiciones financieras favorables. Dicho esto, se espera que el crecimiento anual en 2026 se desacelere en comparación con 2025, lo que refleja la débil continuidad del segundo semestre del año pasado.

PERSPECTIVAS 2026

Gráfico 139: Crecimiento del PIB de Japón: histórico y Proyecciones

Se proyecta que la actividad económica se recuperará de la debilidad a fines de 2025.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025. Pronóstico hasta el cuarto trimestre de 2026.  
Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Las presiones inflacionarias también deberían moderarse. Se espera que la combinación de la estabilización de los precios de los alimentos y las reducciones impulsadas por el gobierno en los costos de la matrícula y la energía sitúe la inflación general por debajo del objetivo del 2% del Banco de Japón.

Sin embargo, la inflación básica —excluyendo alimentos frescos y energía— debería permanecer cerca del 2%, ya que las empresas continúan trasladando el aumento de los costos salariales, en particular con un mercado laboral ajustado y la fuerte demanda de trabajadores que hace subir los precios de los servicios.

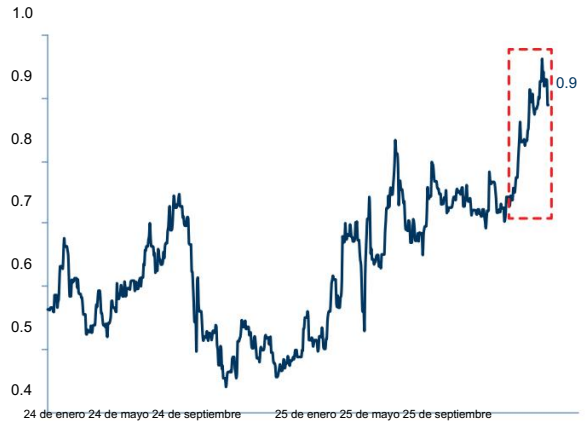
El principal riesgo para Japón reside en la interacción entre sus políticas monetaria y fiscal. Prevedemos que el Banco de Japón (BOJ) implementará dos aumentos de tipos de interés de 25 puntos básicos, en el segundo y cuarto trimestre de 2026, elevando el tipo de interés oficial al 1,25%.

Si bien todavía está por debajo de la mayoría de las estimaciones de la tasa neutral de Japón, esta tasa de política monetaria más alta podría, no obstante, aumentar los costos de endeudamiento para un gobierno ya muy endeudado.

Es probable que la carga de la deuda aumente aún más bajo el mandato del primer ministro Sanae Takaichi, tras el anuncio de un paquete de gasto de 21 billones de yenes a finales del año pasado. En conjunto, una política monetaria más restrictiva y el aumento de la deuda pública podrían intensificar las preocupaciones del mercado sobre la sostenibilidad fiscal a largo plazo de Japón (véase el Gráfico 140).

La incertidumbre política añade otra capa de riesgo. Si el primer ministro busca un mandato más firme y convoca elecciones anticipadas a la Cámara Baja en 2026, la estabilidad del mercado podría verse aún más sometida a prueba.

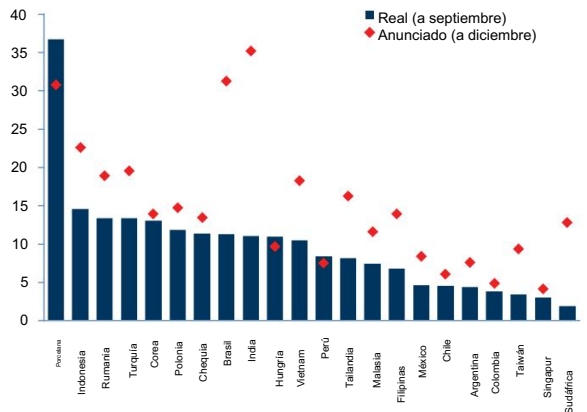
Gráfico 140: Curva de rendimiento de Japón: diferencial entre 2 y 10 años  
La creciente preocupación por las perspectivas fiscales ha contribuido a que la curva de rendimiento de Japón se prolongue desde noviembre de 2025.



Datos al 31 de diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Anexo 141: Tasas arancelarias efectivas de EE. UU. por país

Aproximadamente la mitad de los mercados emergentes enfrentan tasas arancelarias efectivas en Estados Unidos superiores al 10%.

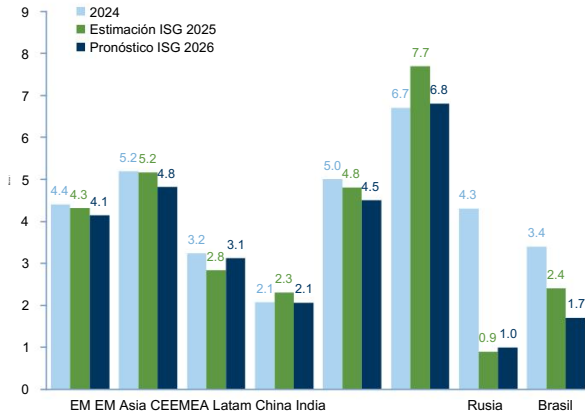


Mercados emergentes: capeando la tormenta

Las economías de mercados emergentes (ME) se enfrentaron a aranceles estadounidenses considerablemente más altos el año pasado. Como se observa en el Gráfico 141, aproximadamente la mitad de los países de ME estaban sujetos a tasas efectivas superiores al 10%. Sin embargo, las consecuencias económicas resultaron mucho menos dañinas de lo que se temía. Una combinación de factores ayudó a amortiguar la situación.

Gráfico 142: PIB real de los mercados emergentes  
Crecimiento (ponderado por PPA)

Esperamos un crecimiento sólido del 4,1% en 2026.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025. Pronóstico hasta 2026.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics, Fondo Monetario Internacional.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

el shock, incluida una demanda de exportaciones concentrada al principio del período antes de la promulgación de aranceles, efectos indirectos positivos de las inversiones relacionadas con la IA, mercados laborales resilientes y una desinflación en curso que permitió una política monetaria más flexible. En este contexto, las economías de mercados emergentes registraron un crecimiento mejor de lo esperado, del 4,3% el año pasado.

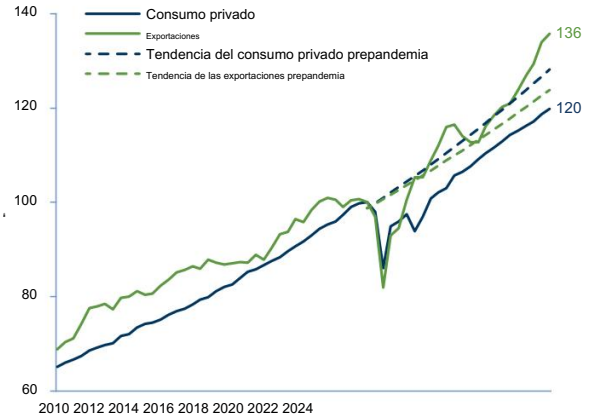
Las perspectivas se mantienen en general alentadoras, con un sólido crecimiento del 4,1% previsto para 2026 (véase el Gráfico 142). Si bien las exportaciones no se verán impulsadas por la demanda arancelaria anticipada, otros factores deberían respaldarlas, como un repunte secuencial del crecimiento de los mercados desarrollados (MD), el gasto continuo en IA — que beneficia especialmente a los ME de Asia— y la disminución de la incertidumbre en torno a la política comercial estadounidense. Además, el crecimiento del consumo privado debería seguir beneficiándose de la solidez de los mercados laborales, que respaldan el empleo y los ingresos laborales.

Tras varios años de flexibilización monetaria ampliamente sincronizada entre los bancos centrales de mercados emergentes, se prevé que la política monetaria diverja en la región en 2026. Es probable que los recortes de tipos se limiten en gran medida a los bancos centrales cuyas políticas aún son restrictivas, mientras que otros priorizarán mantener la inflación cerca del objetivo.

Tras varios años de flexibilización monetaria ampliamente sincronizada entre los bancos centrales de mercados emergentes, se prevé que la política monetaria diverja en la región en 2026.

Gráfico 143: Consumo real y exportaciones asiáticas vs. tendencia prepandemia

A diferencia de las exportaciones, el consumo privado todavía se encuentra por debajo de su tendencia prepandemia.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

Nota: Basado en el promedio de los países asiáticos de mercados emergentes, excluida China.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Ese equilibrio podría resultar más difícil si la inflación de los servicios básicos sigue siendo elevada o si el gasto público complica los esfuerzos para reducir la inflación general.

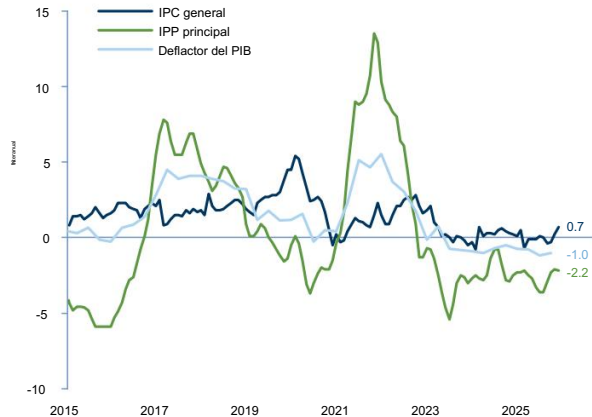
Aunque se espera que la política fiscal se ajuste modestamente en muchos mercados emergentes, ese resultado está lejos de estar asegurado. Las perturbaciones adversas del crecimiento o la proximidad de las elecciones podrían llevar a los gobiernos a retrasar los esfuerzos de consolidación. Cualquier retraso de este tipo podría acentuar las preocupaciones del mercado sobre la sostenibilidad fiscal, especialmente en países donde las finanzas públicas ya están sometidas a tensiones.

#### Asia emergente

El crecimiento en las economías emergentes de Asia se desaceleró más drásticamente de lo que sugieren las cifras generales. Excluyendo a China e India, el crecimiento regional se desaceleró del 4,3% en 2024 al 3,7% en 2025. Esta desaceleración habría sido mucho más pronunciada de no ser por la sólida demanda de exportaciones, impulsada tanto por la concentración arancelaria anticipada como por la fortaleza de los productos tecnológicos asiáticos. Esta resiliencia no se extendió al consumo privado, que se mantuvo por debajo de su tendencia prepandemia (véase el Gráfico 143).

## Anexo 144: Diversas medidas de Inflación china

La sobrecapacidad persistente y la débil demanda interna están reforzando la deflación en China.



Datos hasta noviembre de 2025.

Nota: Los datos del deflactor del PIB corresponden al tercer trimestre de 2025.

Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, CEIC.

En respuesta, varios gobiernos intensificaron sus esfuerzos para impulsar la demanda interna. Sin embargo, estos esfuerzos podrían resultar insuficientes sin el apoyo de los bancos centrales, que actualmente se ve limitado por las ya bajas tasas de interés oficiales y los factores externos adversos. En consecuencia, prevemos que el crecimiento en la región se desacelerará aún más este año.

Si bien se prevé una desaceleración del ritmo de crecimiento de la India, la economía debería seguir expandiéndose con fuerza en 2026. El país se beneficia de un entorno inflacionario favorable que apoya una política monetaria expansiva y el consumo de los hogares. Los recortes previos de los tipos de interés también siguen impulsando la recuperación del crecimiento del crédito.

Se espera que, junto con un gasto sostenido del sector público, estas fuerzas impulsen un crecimiento del PIB del 6,8%, reforzando la posición de la India como la economía de mercados emergentes de más rápido crecimiento.

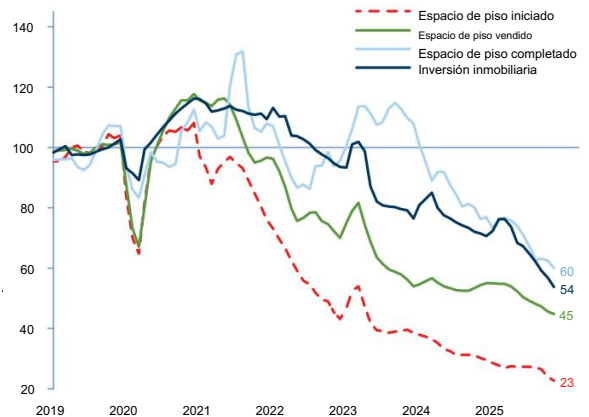
### Porcelana

La economía china fue mucho más resiliente de lo previsto el año pasado. El anuncio de nuevos aranceles estadounidenses a principios de 2025 provocó inicialmente una drástica rebaja de las previsiones de crecimiento, pero esas preocupaciones finalmente resultaron infundadas. El motor exportador de China se adaptó rápidamente, impulsado por la concentración anticipada de los envíos con destino a EE. UU., la reorientación comercial y la diversificación hacia mercados no estadounidenses. Como resultado, la contribución de las exportaciones netas al PIB se desaceleró solo ligeramente, del 1,5 % en 2024 al 1,1 % el año pasado.

El apoyo fiscal, adelantado de lo previsto, también influyó, impulsando tanto las ventas minoristas como la inversión. En conjunto, estos avances permitieron a China alcanzar su objetivo de crecimiento del PIB de alrededor del 5 %.

## Gráfico 145: Medidas clave del real de China Sector inmobiliario

Tanto las ventas de superficies residenciales como los inicios de construcción de viviendas continúan debilitándose.



Datos hasta noviembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Sin embargo, esta resiliencia general sigue enmascarando desequilibrios estructurales más profundos. Como se muestra en el Gráfico 144, la persistente sobrecapacidad y la débil demanda interna están reforzando las presiones deflacionarias en toda China.

En respuesta, los responsables políticos han lanzado una campaña antiinvolución, cuyo objetivo es frenar la excesiva competencia de precios mediante la eliminación gradual de la capacidad obsoleta. Si bien estas medidas han frenado la caída de los precios al productor en sectores específicos, también han afectado la inversión y la producción. Esto pone de relieve la difícil disyuntiva que enfrentan los responsables políticos chinos.

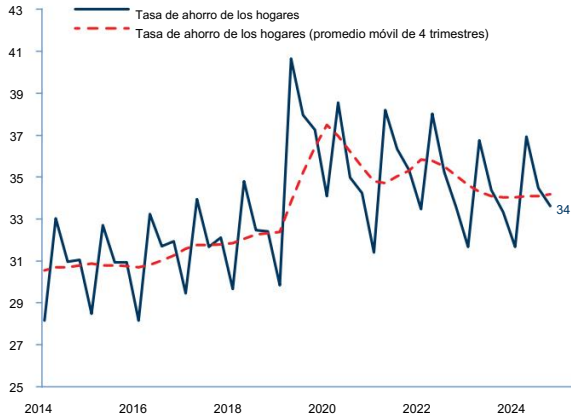
Es probable que los desequilibrios de China obstaculicen el crecimiento en 2026.

La desaceleración prevista refleja principalmente una contribución menguante de las exportaciones netas, a medida que se desvanece el impulso de la concentración anticipada de aranceles y se vuelve más difícil diversificar la economía hacia mercados no estadounidenses. También es probable que el sector inmobiliario se mantenga moderado, ya que las ventas de viviendas y los inicios de construcción de viviendas continúan debilitándose (véase el Gráfico 145). Si bien se espera que el consumo de los hogares mejore, estas ganancias se ven limitadas por la incertidumbre sobre el crecimiento de los ingresos, la disminución del patrimonio inmobiliario y el elevado ahorro (véase el Gráfico 146). En consecuencia, se prevé que la inversión en infraestructura y manufactura siga siendo el motor clave del crecimiento, lo que dificultará los esfuerzos para reequilibrar la economía y alejarse de una economía basada en la inversión.

En este contexto, esperamos que el crecimiento del PIB real se modere desde casi el 5% el año pasado a alrededor del 4,5% en 2026. Aunque el crecimiento se está desacelerando, esperamos que los precios al consumidor aumenten modestamente debido a la mejora de los precios de los alimentos y una disminución más limitada en los precios de la energía.

Gráfico 146: Tasa de ahorro de los hogares de China

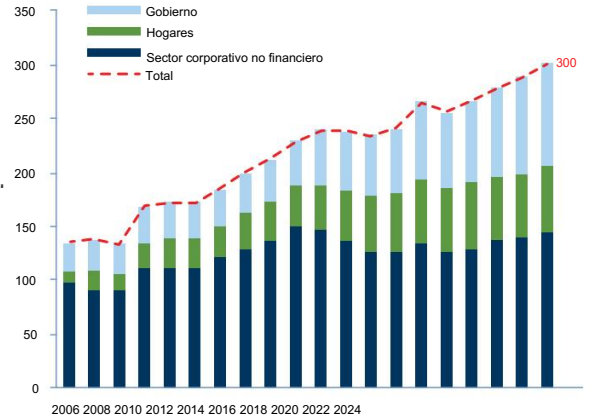
El consumo todavía se ve limitado por la elevada tasa de ahorro de los hogares.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Gráfico 148: Deuda china como porcentaje del PIB

Se estima que la relación deuda/PIB alcanzó el 300% a fines del año pasado, lo que refuerza las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal.



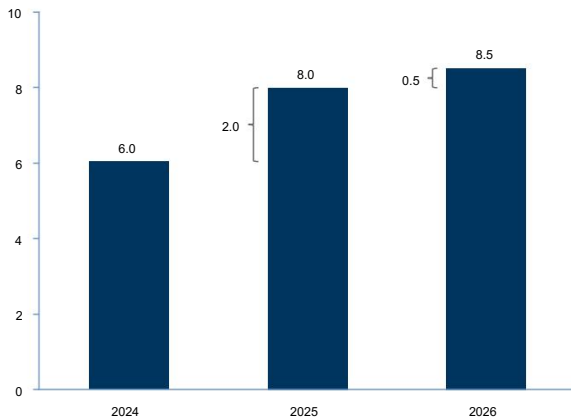
Datos hasta 2024. Estimación hasta 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Gráfico 147: El déficit fiscal de China como

Participación en el PIB

El estímulo fiscal debería ser menor este año que el del año pasado, y el déficit debería ampliarse en un 0,5% del PIB.



Datos hasta 2025. Pronóstico hasta 2026.  
Nota: Nuestra medida del déficit es el déficit fiscal aumentado excluyendo la resolución de la deuda y las medidas de recapitalización bancaria.  
Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, Ministerio de Finanzas de la República Popular China.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

precios. Por el contrario, es probable que persista la deflación de los precios al productor, lo que refleja los persistentes desequilibrios entre la oferta y la demanda y la ausencia de un estímulo significativo de la demanda.

Si bien esperamos que la política macroeconómica siga siendo favorable, es probable que cualquier flexibilización sea gradual y reactiva. El estímulo fiscal debería ser menor este año que...

Por último, se proyecta que el déficit aumentado aumente aproximadamente un 0,5% del PIB (véase el Gráfico 147). También se espera una ligera flexibilización de la política monetaria; nuestro pronóstico prevé un recorte de 20 puntos básicos en el tipo de interés oficial y una reducción de 50 puntos básicos en el coeficiente de reservas obligatorias. Sin embargo, nuevas reducciones de tipos podrían comprimir los diferenciales de crédito y erosionar los márgenes de interés netos de los bancos, que ya se encuentran en mínimos históricos. En consecuencia, se espera que las autoridades recurran en mayor medida a medidas cuasifiscales e intervenciones específicas para estabilizar el crecimiento.

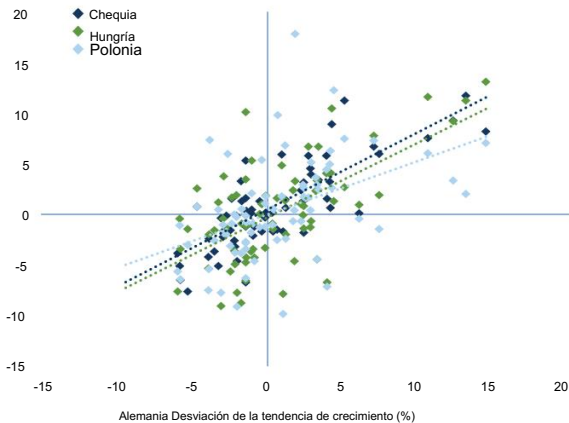
Los riesgos para nuestras perspectivas reflejan presiones tanto cíclicas como estructurales. Una desaceleración de las exportaciones más pronunciada de lo previsto, un mayor deterioro del sector inmobiliario o un apoyo político insuficiente lastrarían el crecimiento. También son importantes los riesgos externos, como la renovada escalada de la política arancelaria estadounidense y la debilidad global generalizada. Estas circunstancias podrían requerir apoyo gubernamental adicional, lo que podría elevar los ratios de deuda/PIB y acentuar las preocupaciones estructurales (véase el Gráfico 148).

Por el lado positivo, un mayor sentido de urgencia entre los responsables políticos podría impulsar medidas más proactivas para apoyar la demanda interna y aliviar las presiones deflacionarias. Hasta el momento, los responsables políticos no han articulado una vía creíble hacia un modelo de crecimiento más sostenible, a pesar de sus intenciones —expresadas en el XV Plan Quinquenal— de aumentar la participación del consumo en la economía.

Como resultado, los inversores siguen siendo escépticos respecto de un giro duradero de la política hacia un crecimiento impulsado por el consumo.

## Gráfico 149: Ciclo de producción manufacturera de Europa del Este vs. Alemania

La expansión fiscal de Alemania y la esperada recuperación del sector manufacturero podrían beneficiar a la región de manera más amplia.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

Nota: La desviación del crecimiento de tendencia se mide como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual actual de la producción y la tasa de crecimiento interanual promedio de los últimos cinco años, utilizando datos trimestrales desde 2002. Se excluyen los periodos del segundo trimestre de 2008 al primer trimestre de 2010 y del primer trimestre de 2020 al primer trimestre de 2022.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

### Europa central y oriental, Oriente Medio y África

Si bien la desaceleración económica de Rusia lastró el crecimiento general en Europa Central y Oriental, Oriente Medio y África el año pasado, la actividad subyacente en el resto de la región se mostró más resiliente. De hecho, varias economías experimentaron un notable repunte del crecimiento, impulsado por un sólido consumo de los hogares y una política fiscal laxa.

Esta recuperación regional más amplia debería extenderse hasta 2026. En Sudáfrica, se espera que la disminución de la inflación, la normalización de la política monetaria y las reformas estructurales en curso eleven los ingresos de los hogares y respalden la actividad.

En toda Europa Oriental, el crecimiento debería beneficiarse de una mayor demanda de los consumidores y una mejor utilización de los fondos de la UE. Además, la expansión fiscal de Alemania y la incipiente recuperación del sector manufacturero podrían generar efectos indirectos positivos para la región en general (véase el Gráfico 149).

Es menos probable que Rusia participe de esta mejora.

Aunque los sectores relacionados con la guerra se beneficiaron tras la invasión de Ucrania en 2022, ahora parecen estar

enfrentados a restricciones de oferta que frenan el crecimiento. La economía en general también se ve afectada por una tasa de interés oficial del banco central altamente restrictiva, que se situó en el 16 % en diciembre. Dado que la inflación se mantiene persistentemente por encima del objetivo, es improbable que el banco central relaje su postura cautelosa. En consecuencia, el gobierno podría recurrir de nuevo a un gasto superior a su plan presupuestario actual para intentar evitar una desaceleración más pronunciada.

### América Latina

América Latina atravesó un panorama macroeconómico inestable el año pasado. Argentina salió de una recesión de dos años, mientras que las economías andinas se beneficiaron de una fuerte demanda interna. En cambio, México experimentó una marcada desaceleración en medio de la consolidación fiscal y una mayor incertidumbre empresarial. El crecimiento en Brasil también se desaceleró significativamente.

La política monetaria fue igualmente divergente. La persistente inflación por encima del objetivo mantuvo elevadas las tasas de interés oficiales en Colombia y Brasil. Por el contrario, los bancos centrales de Chile y Perú retornaron a una política monetaria neutral.

Para el próximo año, los acontecimientos políticos serán un factor clave en las perspectivas. Brasil, Colombia y Perú se enfrentan a elecciones cruciales en 2026. Ante la incertidumbre de estos resultados, los inversores deben estar preparados para la volatilidad del mercado y los posibles cambios en la política fiscal y monetaria. Esta dinámica se evidenció el año pasado, cuando las elecciones intermedias de Argentina validaron la agenda de reformas del presidente Javier Milei. De igual manera, la revisión conjunta del Tratado entre Estados Unidos, México y Canadá (T-MEC) será un tema clave para México.

Brasil se enfrenta a unas elecciones presidenciales particularmente importantes, con una contienda que se presenta muy reñida. El resultado podría aumentar la preocupación de los inversores sobre la sostenibilidad fiscal del país, incrementando el riesgo de una reacción adversa del mercado. Dicha respuesta podría obstaculizar la esperada flexibilización de la política monetaria, a pesar del reciente progreso desinflacionario. A su vez, un ciclo de recortes de tipos más suave de lo previsto lastraría el crecimiento, que ya prevemos que se desacelere al 1,7 % este año.



# Mercados financieros de 2026

## Perspectiva: manteniendo el rumbo

Las acciones globales perdieron más de 19 billones de dólares en valor de mercado la primavera pasada. La ola de ventas fue tan amplia como abrupta, con pérdidas en el crédito, las materias primas e incluso el dólar estadounidense en medio de un aumento repentino de la volatilidad. Si bien los mercados afectados fueron diversos, el shock subyacente fue singular: un contexto político estadounidense en rápida evolución que los inversores tenían dificultades para evaluar. La creciente incertidumbre alimentó la preocupación de que el propio ciclo económico estuviera en riesgo.



## PERSPECTIVAS 2026

Sin embargo, esas aguas turbulentas no persistieron indefinidamente. A medida que se vislumbraban los límites de la política monetaria, los inversores comenzaron a reajustar los precios de los activos hacia fundamentos subyacentes aún resilientes. Las acciones globales rebotaron con fuerza desde sus mínimos de abril, cerrando el año con una ganancia del 22 %.

El aumento de aproximadamente 40 billones de dólares en la capitalización del mercado mundial desde ese mínimo subraya tanto la escala como la velocidad de la reversión.

La recuperación del año pasado refleja las fuerzas que esperamos persistan en 2026. La principal de ellas es el sólido crecimiento mundial. Las economías de todo el mundo demostraron mayor resiliencia a las crisis de lo previsto el año pasado, impulsadas por una sólida demanda interna, un sólido apoyo político y unas condiciones financieras más favorables. Prevemos que otro año de crecimiento similar a la tendencia seguirá beneficiando a las ganancias, que son el principal impulsor de la rentabilidad en nuestras previsiones de renta variable para 2026. Mientras tanto, los avances en la reducción de la inflación han impulsado los ingresos reales y deberían seguir impulsando el consumo, junto con la solidez de los balances de los hogares y las empresas. En conjunto, estas dinámicas han contribuido a una disminución generalizada de las probabilidades de recesión.

en la mayoría de las principales economías.

En este contexto, nuestras previsiones apuntan a un sólido rendimiento de la renta variable mundial durante el próximo año (véase el Gráfico 150). Consideramos que la renta variable es especialmente atractiva en comparación con el efectivo y los bonos, donde los recortes previos de tipos y una ligera pendiente de la curva de rendimientos probablemente lastarán la rentabilidad. También esperamos que el dólar recupere su estabilidad, ya que el crecimiento de EE. UU. supera al de otras economías importantes y el tipo de interés oficial de la Reserva Federal se mantiene relativamente más alto. Es probable que los precios del petróleo se mantengan bajo presión ante el aumento de la oferta, mientras que las materias primas en general deberían beneficiarse de unas perspectivas macroeconómicas más claras.

Dicho esto, una variedad de riesgos podrían afectar los mercados este año, con sorpresas adicionales que contribuyen a cambios periódicos.

Volatilidad. Pero tras haber superado las turbulencias del año pasado, los inversores ahora están mejor posicionados para mantener el rumbo en medio de aguas turbulentas.

Renta variable estadounidense: superando un listón más alto

La rentabilidad total del 18% del S&P 500 en 2025 enmascara un sorprendente cambio de suerte. A pesar de haber caído un 15% en su peor momento, el índice repuntó con fuerza para cerrar el año con una ganancia de dos dígitos.

Recuperaciones tan drásticas son excepcionalmente raras, ya que solo se han producido tres veces en las últimas ocho décadas.

La ganancia del año pasado también extendió el avance desde los mínimos de 2022, llevando el rendimiento total acumulado al 101%.

Los últimos tres años han sido especialmente gratificantes para los inversores, con ganancias de dos dígitos cada uno. En todo el período posterior a la Segunda Guerra Mundial, solo ha habido siete rachas similares de tres años.

El aumento de las valoraciones durante este período reduce el margen de decepción al entrar en 2026. El S&P 500 cotiza actualmente a 22 veces las ganancias esperadas, un nivel que no se ha mantenido en años consecutivos fuera de la era de las puntocom. Un conjunto más amplio de indicadores de valoración, que se sitúan colectivamente en el décimo decil, apunta a la misma conclusión. Esto indica que el S&P 500 es más caro hoy que en al menos el 90 % de las observaciones históricas. Periodos anteriores con valoraciones similares fueron seguidos por rentabilidades de la renta variable más moderadas durante los cinco años posteriores y por menores probabilidades de resultados positivos.

Aun así, la razón para mantener la inversión no debería basarse únicamente en las valoraciones. Históricamente, la relación precio-beneficio inicial solo ha explicado el 5% de la variación en la rentabilidad del año siguiente, lo que subraya por qué las valoraciones son una herramienta notoriamente poco fiable para predecir el mercado. Marcos de valoración alternativos que incorporan los pagos a los accionistas y

Gráfico 150: Previsiones de renta variable global de ISG: cierre de 2026

	Año 2025	Finales de 2026 Central Alcance del objetivo del caso	Ventaja implícita de Niveles de finales de 2025	Dividendo actual Producir	Rendimiento total implícito
S&P 500 (EE. UU.)	6.846	7.200–7.300	5–7%	1,3%	6–8%
MSCI Europa Ex-Reino Unido	2.045	2.040–2.150	0–5%	3,0%	3–8%
MSCI Reino Unido	2.831	2.830–2.970	0–5%	3,4%	3–8%
MSCI Japón	2.087	2.120–2.200	2–6%	2,3%	4–9%
MSCI EM (Mercados Emergentes)	1.404	1.450–1.500	4–7%	2,8%	7–10%

Datos al 31 de diciembre de 2025.

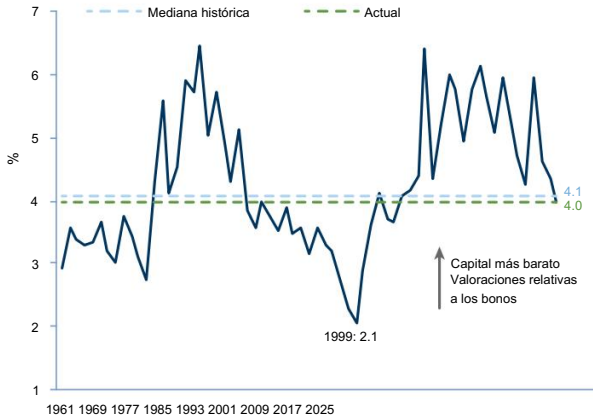
Fuente: Investment Strategy Group, Datastream, Bloomberg.

Los pronósticos son estimaciones basadas en supuestos, están sujetos a revisión y pueden cambiar a medida que cambian las condiciones económicas y del mercado.

No se puede garantizar que las previsiones se cumplan. Los índices no incluyen comisiones y la rentabilidad puede variar significativamente. Consulte la información adicional al final de este informe.

### Anexo 151: Riesgo de capital implícito de Damodaran Prima a lo largo del tiempo

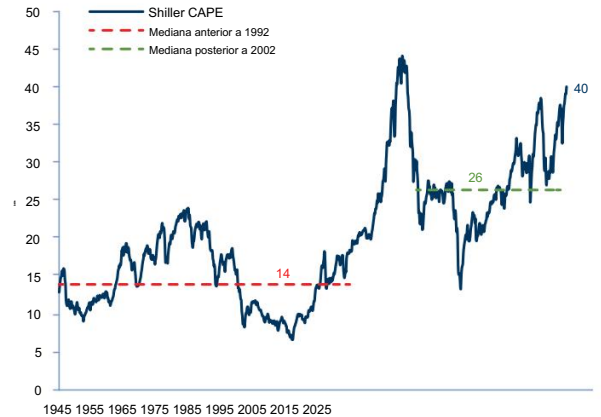
Las valoraciones están cerca de la mediana histórica basada en un modelo que tiene en cuenta el crecimiento de las ganancias y los pagos a los accionistas.



Datos hasta diciembre de 2025.  
Nota: Los datos mostrados son la prima de riesgo de capital implícita anual de Aswath Damodaran, profesor de finanzas en la Escuela de Negocios Stern de la Universidad de Nueva York.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Profesor Damodaran.

### Anexo 153: Shiller CAPE desde la Segunda Guerra Mundial

Las valoraciones han aumentado estructuralmente en las últimas décadas.



Datos hasta diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Robert Shiller, Bloomberg, S&P Global.

### Gráfico 152: Rendimientos totales del S&P 500 tras cruzar al noveno y décimo decil de valoración

Las acciones continuaron subiendo incluso después de que las valoraciones se encarecieron durante los mercados alcistas anteriores.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Varios años de crecimiento de las ganancias sugieren que las valoraciones son menos extremas (véase el Gráfico 151). Las altas valoraciones tampoco han impedido ganancias sustanciales posteriores, lo que pone de relieve el coste de depender de ellas de forma aislada (véase el Gráfico 152).

La historia sugiere además que lo que constituye "caro" es en sí mismo un objetivo en movimiento. Como se muestra en el Gráfico 153, las valoraciones han aumentado en las últimas décadas. Incluso excluyendo la burbuja puntocom,

El CAPE de Shiller ha cotizado por encima de su promedio anterior a 1992 casi el 100 % del tiempo desde 2002. Esta persistencia desafía la suposición común de que las valoraciones de las acciones vuelven a un promedio fijo a largo plazo. Si bien esto no implica que las valoraciones sean inmunes a las caídas periódicas, sí sugiere que el rango de resultados probables es ahora mayor.

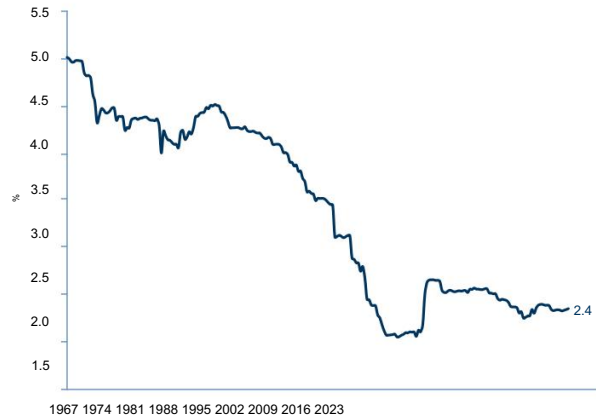
Como destacamos en las Perspectivas del año pasado, varios factores contribuyen a explicar este cambio. En particular, el crecimiento económico se ha vuelto menos volátil a medida que la economía ha evolucionado desde una manufactura cíclica hacia una combinación más basada en los servicios y con un mayor impulso tecnológico (véase el Gráfico 154). Como resultado, las recesiones se han vuelto menos frecuentes y se han resuelto con mayor rapidez. Desde 1992, Estados Unidos ha pasado solo el 8% del tiempo en recesión, en comparación con casi el 20% en las décadas anteriores del período posterior a la Segunda Guerra Mundial.

El creciente dominio y la rentabilidad de las grandes empresas también influyen. Los inversores suelen estar dispuestos a pagar más por empresas con amplias ventajas competitivas que retoman el capital a los accionistas con mayor rapidez. Hoy en día, en comparación con el pasado, las empresas del S&P 500 generan mayores beneficios y distribuyen una mayor proporción de estos a los accionistas mediante dividendos y recompras (véase el Gráfico 155). Además, las empresas más grandes del índice operan con márgenes de beneficio aproximadamente tres veces superiores a los de los líderes anteriores y al universo más amplio del S&P 500 (véase el Gráfico 156).

Estas dinámicas no se limitan a un subconjunto estrecho del mercado. En nueve de los once sectores del GICS, el margen de beneficio medio de las cinco empresas más grandes por capitalización bursátil supera al del sector.

Gráfico 154: Volatilidad móvil de 20 años del dólar estadounidense  
Crecimiento del PIB real

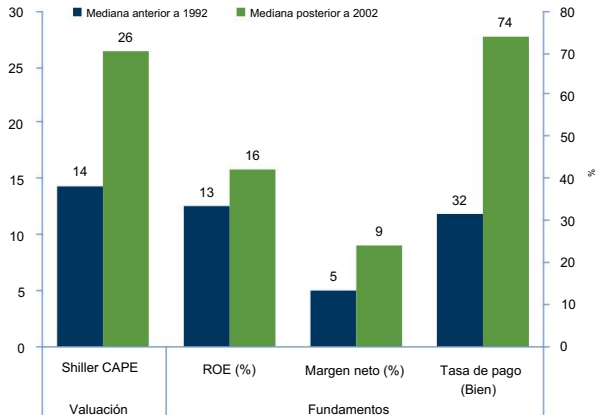
El crecimiento económico se ha vuelto menos volátil con el tiempo.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.  
Nota: Excluye el año pandémico de 2020. La volatilidad se basa en el crecimiento del PIB real anualizado trimestre tras trimestre.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Anexo 155: Valoración del S&P 500 y Fundamentos

Las empresas del S&P 500 tienen hoy mayores ratios de rentabilidad y pago de dividendos, lo que respalda sus valoraciones más elevadas.

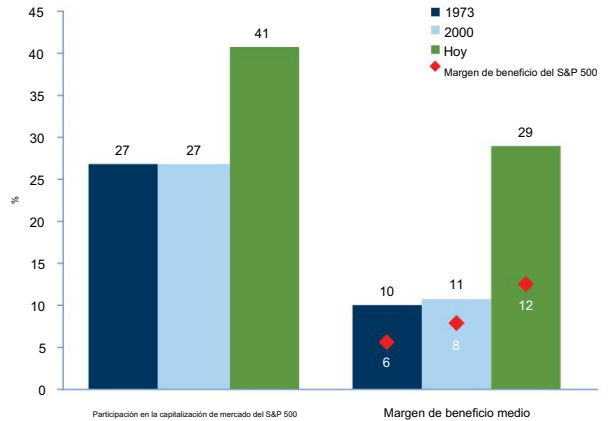


Datos a diciembre de 2025.  
Nota: Basado en datos desde 1945 para el CAPE y el ROE de Shiller, desde 1970 para el margen neto y desde 1977 para la tasa de pago. La tasa de pago incluye tanto dividendos como recompras netas.  
Fuente: Investment Strategy Group, Robert Shiller, Bloomberg, S&P Global, Goldman Sachs Global Investment Research, análisis de Empirical Research Partners.

en su conjunto (véase el Gráfico 157). Estos diferenciales de margen reflejan ventajas competitivas —como la escala, los efectos de red y los modelos de negocio donde el ganador se lleva la mayor parte— que dificultan que la competencia erosione la rentabilidad de estas empresas. Como resultado, los inversores están dispuestos a pagar más por el crecimiento y la sostenibilidad de las ganancias de estas empresas.

Gráfico 156: Características de las 10 principales empresas del S&P 500  
Empresas durante períodos de alta concentración

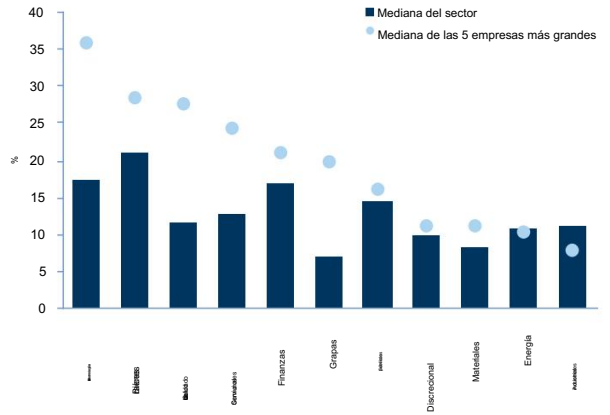
Las empresas más grandes de hoy tienen márgenes de ganancia significativamente más altos que los de los líderes del pasado y el índice S&P 500 más amplio.



Datos al 31 de diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Goldman Sachs Global Investment Research, S&P Global, FactSet.

Gráfico 157: Margen neto del S&P 500 para el mayor  
Empresas de todos los sectores

Las empresas más grandes tienen márgenes de beneficio más elevados en la mayoría de los sectores.



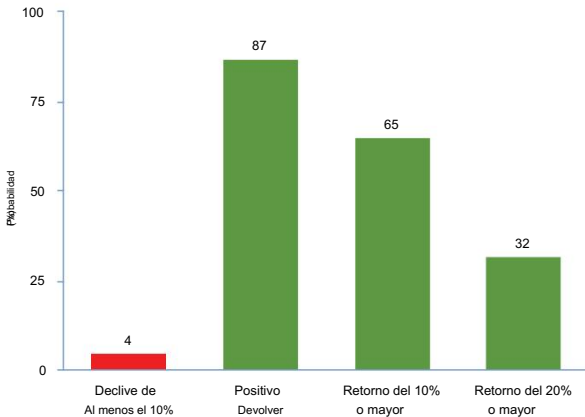
Datos al 31 de diciembre de 2025.  
Nota: Basado en el margen neto de los últimos doce meses de cada empresa. Las empresas más grandes son aquellas con mayor capitalización bursátil.  
Fuente: Investment Strategy Group, FactSet.

Si bien las valoraciones suelen dominar el debate del mercado, suelen desempeñar un papel secundario a la hora de impulsar la rentabilidad. Como se muestra en el Gráfico 158, la trayectoria de la economía es mucho más importante. Cuando el PIB se expande, los inversores han tenido históricamente una probabilidad del 87 % de obtener una rentabilidad positiva y una probabilidad mucho mayor de obtener grandes ganancias.

**Anexo 158: Probabilidades de varios índices S&P 500 a 1 año**

**Rendimientos totales durante las expansiones económicas de EE. UU.**

Los inversores disfrutaron de altas probabilidades de obtener un rendimiento positivo y una mayor probabilidad de obtener grandes ganancias cuando la economía está en expansión.



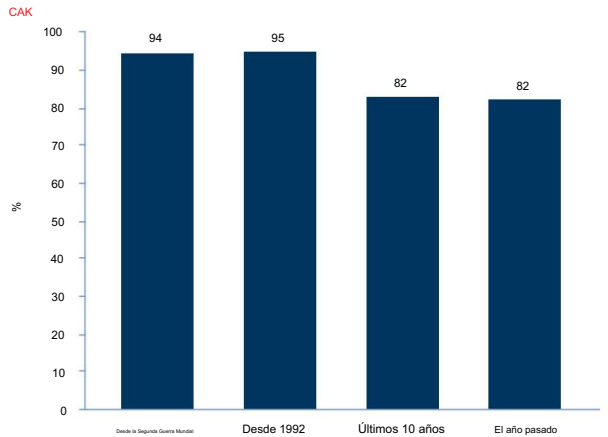
Datos al 31 de diciembre de 2025.  
Nota: Basado en datos desde 1945.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

**Gráfico 160: Participación en el rendimiento total del S&P 500**

**Ganancias y dividendos**

La mayor parte de los rendimientos del S&P 500 han sido impulsados por el crecimiento de las ganancias y los dividendos.

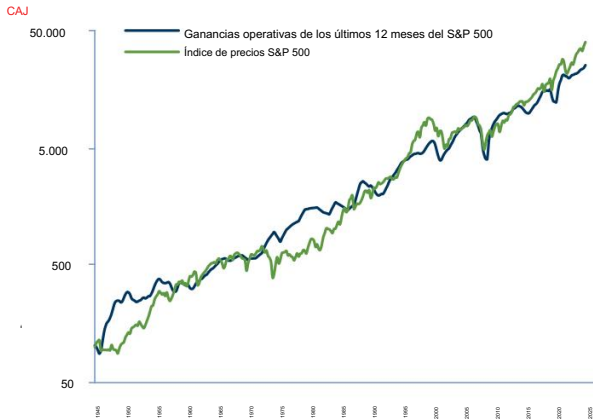


Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Robert Shiller, S&P Global.

**Gráfico 159: Índice de precios S&P 500 vs. ganancias**

Los precios del S&P 500 han seguido la trayectoria de las ganancias a lo largo del tiempo.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

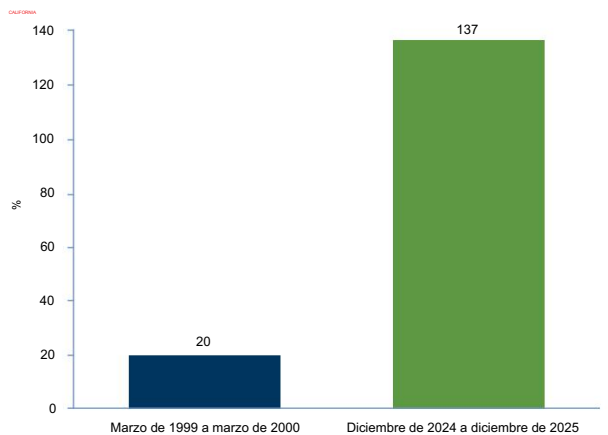
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, S&P Global.

Grandes pérdidas. En cambio, las recesiones han coincidido con casi tres cuartas partes de las caídas de las acciones del 20% o más. Dado que nuestro pronóstico asigna solo un 25% de probabilidad de una recesión este año (ver Sección II, Estados Unidos), el contexto económico sigue siendo favorable para las acciones.

Esta conexión entre la economía y el desempeño del mercado se explica en gran medida por las ganancias corporativas,

**Gráfico 161: Sector tecnológico del S&P 500: participación en el rendimiento total de las ganancias y dividendos**

Las ganancias explicaron con creces las ganancias del sector tecnológico en 2025, en contraste con el último año de la burbuja puntocom.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

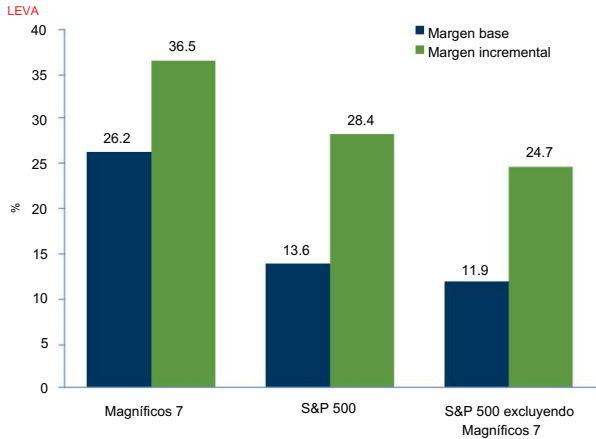
Nota: La cifra de 2025 supera el 100% porque el crecimiento de las ganancias superó los rendimientos totales, mientras que los múltiplos de valoración se contrajeron.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, FactSet.

que históricamente han seguido los precios de las acciones (véase el Gráfico 159). Incluso después de la significativa expansión del ratio precio-beneficio durante la última década, las ganancias y los dividendos aún representaban el 82% de la rentabilidad total del S&P 500 (véase el Gráfico 160). Esta relación se mantuvo incluso el año pasado, ya que los fundamentos impulsaron la mayor parte de la rentabilidad del S&P 500 y explicaron con creces las ganancias en el sector tecnológico.

### Anexo 162: Margen de beneficio neto en el primer 3 trimestres de 2025

El margen incremental estuvo muy por encima del margen base en los Magnificent 7 y el índice más amplio.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.  
 Nota: El margen de beneficio base es el beneficio neto dividido por las ventas en los primeros 3 trimestres de 2025, mientras que el margen de beneficio incremental es el beneficio neto incremental del primer al tercer trimestre de 2024 al primer al tercer trimestre de 2025 dividido por las ventas incrementales durante el mismo periodo.  
 Fuente: Investment Strategy Group, FactSet.

El sector se encuentra en un contexto de compresión del precio-beneficio. Esto contrasta marcadamente con el último año de la burbuja puntocom, cuando las ganancias y los dividendos aportaron solo el 20% de la rentabilidad (véase el Gráfico 161).

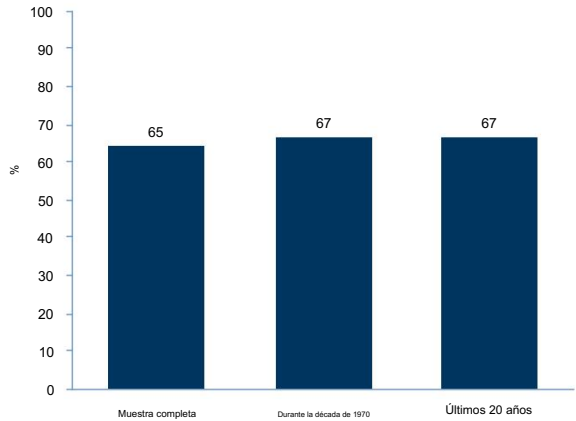
Las ganancias también son el factor dominante de nuestras perspectivas. Preveemos que las ganancias por acción (BPA) del S&P 500 crezcan entre un 9% y un 11%, hasta alcanzar los 295-300 dólares este año, basándonos en un crecimiento de las ventas de un dígito medio y unas modestas mejoras en el margen de beneficio. Nuestro pronóstico es coherente con los resultados recientes del S&P 500: cada dólar de crecimiento en las ventas ha generado aproximadamente 28 centavos de beneficio incremental, muy por encima del margen de 14 centavos obtenido sobre las ventas totales (véase el Gráfico 162). Esto refleja el apalancamiento operativo derivado de los costes fijos que no se ajustan proporcionalmente a los ingresos, una dinámica evidente tanto en los Magníficos 7 como en el índice en general. Como se observa en el Gráfico 163, este patrón también se ha mantenido históricamente: cuando las ventas del S&P 500 aumentan, los márgenes de beneficio suelen expandirse.

Como se observa en el Gráfico 164, tanto las tendencias de revisión anteriores como los años consecutivos de sólido crecimiento de las ganancias coinciden con nuestro pronóstico. En combinación con una rentabilidad por dividendo del 1,3% y cierta compresión del PER a medida que la rentabilidad de los bonos aumenta ligeramente, nuestro escenario base implica una rentabilidad total de un solo dígito alto y un rango objetivo para el S&P 500 de 7.200 a 7.300 (véase el Gráfico 165).

Este año, otorgamos una mayor probabilidad de sorpresas al alza que a la baja (véase el Gráfico 166). Si bien nuestro escenario negativo refleja principalmente que los mercados anticipan una recesión, nuestro escenario positivo presenta un mayor crecimiento de las ganancias y

### Anexo 163: Porcentaje de márgenes de beneficio temporal Se expandió cuando las ventas del S&P 500 crecieron

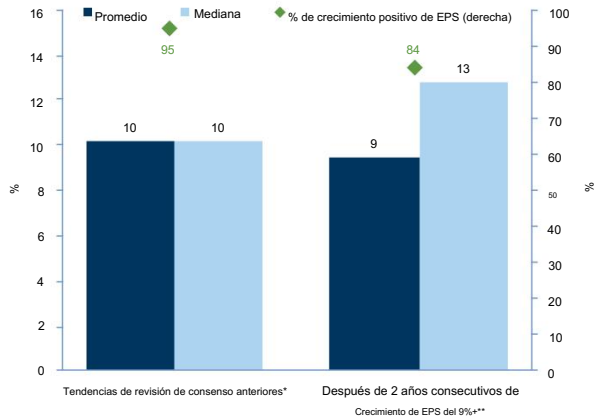
En los periodos con un crecimiento positivo de las ventas, los márgenes se mantuvieron estables o se expandieron aproximadamente dos tercios del tiempo.



Datos al tercer trimestre de 2025.  
 Nota: Basado en datos desde 1970.  
 Fuente: Investment Strategy Group, Goldman Sachs Global Investment Research, S&P Global, FactSet, Compustat.

### Gráfico 164: Crecimiento de las ganancias del S&P 500 en 2026 Implicado por varios enfoques

Múltiples enfoques apuntan a ganancias consistentes con nuestro pronóstico para 2026.

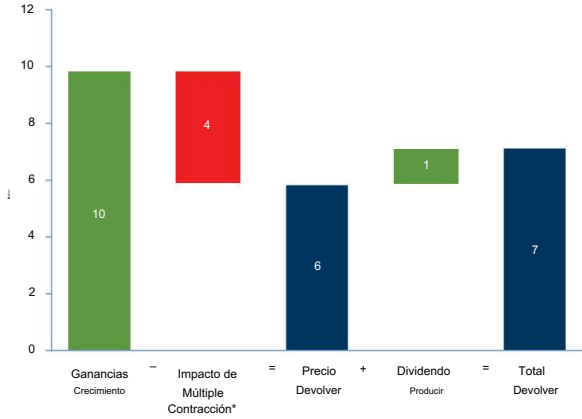


Datos hasta 2025.  
 Fuente: Investment Strategy Group, FactSet, S&P Global.  
 \* Basado en datos desde 1996. Se excluyen las recesiones, el primer año posterior a las recesiones y 2018 (donde las revisiones se vieron distorsionadas por recortes de impuestos) para reflejar mejor las condiciones relevantes para 2026.  
 \*\* Basado en datos desde 1945. Se excluyen las recesiones.

Un nuevo impulso a los ratios precio-beneficio debido al optimismo en torno a la IA, los estímulos políticos y la desregulación. El potencial alcista también se desprende de la amplitud y persistencia del avance del S&P 500 el año pasado, que activó varios indicadores históricamente fiables (véase el Gráfico 167). En sentido literal, estas señales...

**Anexo 165: Descomposición del caso central de ISG**  
**Rentabilidad del S&P 500 al cierre del año 2026**

Esperamos que el crecimiento de las ganancias sea el impulsor clave del rendimiento del S&P 500 en 2026.



Datos al 31 de diciembre de 2025.  
 Nota: Los rendimientos y la descomposición se basan en el punto medio del rango de pronóstico del caso central de ISG.  
 Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.  
 \* Incluye el efecto compuesto entre las ganancias y los múltiplos de valoración.

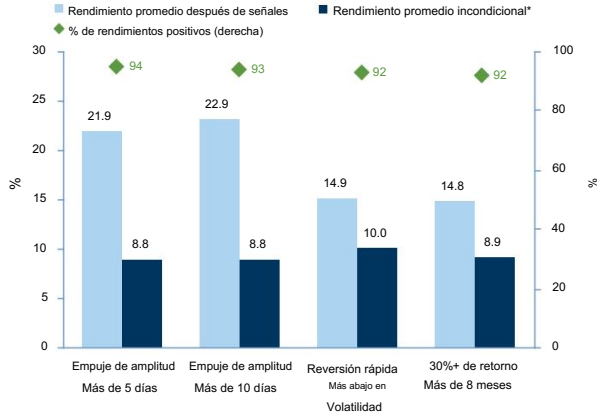
Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Los índices no incluyen comisiones y los rendimientos pueden variar significativamente. Consulte la información adicional al final de esta Perspectiva.

**Gráfico 167: Retornos de precios del S&P 500 en el año**

**Seguimiento de señales técnicas pasadas basadas en el mercado**

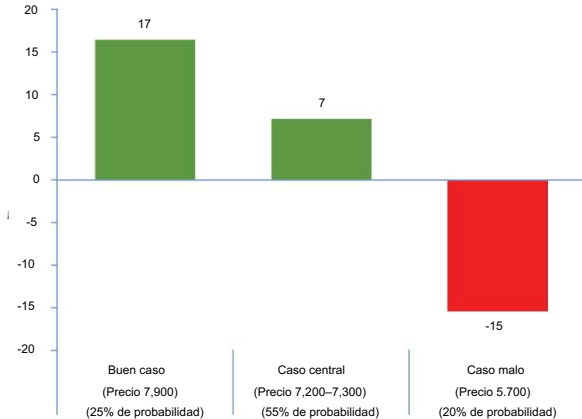
La fortaleza del rally del año pasado y su creciente participación han precedido a retornos de acciones muy por encima del promedio.



Datos al 31 de diciembre de 2025.  
 Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, SentimenTrader, Subu Trade.  
 \* Los rendimientos promedio incondicionales de 1 año pueden variar según las señales porque no todas las señales tienen la misma longitud de datos históricos.

**Gráfico 166: Escenarios de pronóstico de rentabilidad total de ISG para el S&P 500, cierre del año 2026**

Este año otorgamos una mayor probabilidad de sorpresas positivas que negativas.

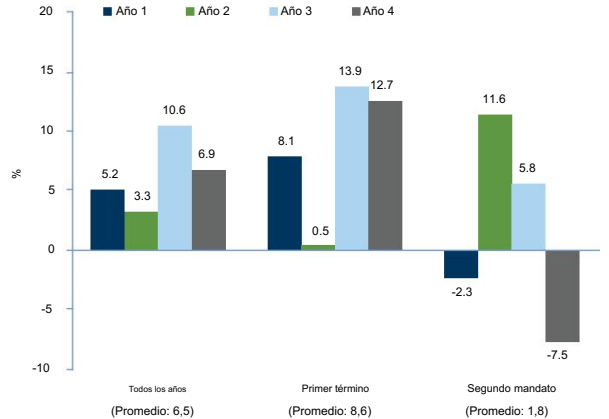


Datos al 31 de diciembre de 2025.  
 Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.  
 Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Los índices no incluyen comisiones y los rendimientos pueden variar significativamente. Consulte la información adicional al final de esta Perspectiva.

**Gráfico 168: Precio promedio anual del S&P 500 Rendimientos basados en el ciclo presidencial de EE. UU.**

El segundo año de un segundo mandato presidencial se ha asociado históricamente con rendimientos superiores a la media.

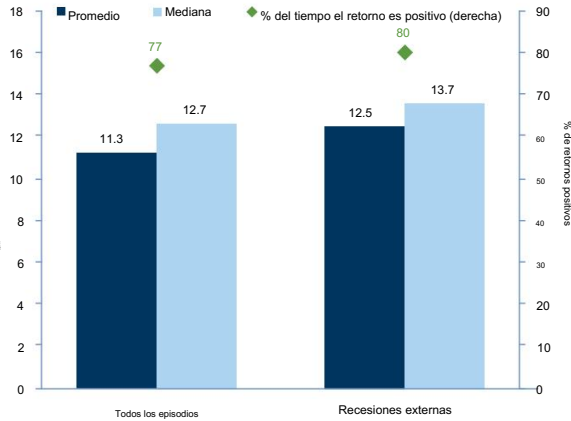


Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.  
 Nota: Basado en datos desde 1873. El segundo mandato incluye los segundos mandatos cumplidos no consecutivamente por Grover Cleveland y Donald Trump, y excluye los años de segundo mandato en que el vicepresidente asumió el cargo. Incluye el tercer mandato de Franklin D. Roosevelt.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Robert Shiller.

### Anexo 169: S&P 500 1 año posterior Retornos tras un máximo histórico

Se produjeron ganancias adicionales tras superar los máximos históricos del S&P 500.



Datos al 31 de diciembre de 2025.  
Nota: Basado en datos desde 1945.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

implicaría que el S&P 500 alcanzaría entre 7.900 y 8.400 durante el próximo año.

Otros factores son igualmente favorables. El segundo año de un segundo mandato presidencial se ha asociado históricamente con rentabilidades superiores a la media (véase el Gráfico 168). También se han observado ganancias adicionales tras los máximos históricos previos del S&P 500 (véase el Gráfico 169), así como en periodos en los que el crecimiento del PIB repuntó mientras que las tasas reales subieron ligeramente, en consonancia con nuestras previsiones (véase el gráfico 170).

Al mismo tiempo, existe margen para un reequilibrio de efectivo a acciones, dados los cerca de 9 billones de dólares en fondos del mercado monetario. Récord de autorizaciones de recompra de acciones, que ahora superan los 1,3 billones de dólares, refuerzan aún más esta tendencia al alza (véase el gráfico 171).

A pesar de nuestra postura constructiva, somos plenamente conscientes de los numerosos riesgos legítimos que podrían socavar nuestra previsión (véase la Sección I, Riesgos para nuestra Perspectiva para 2026). El aumento del optimismo también es preocupante, dado que suele ser un indicador contrario. Sin embargo, consideramos estos riesgos como una razón para esperar episodios de volatilidad en el mercado, más que un fin de la expansión económica (véase la Sección II, Estados Unidos). Si bien el listón para las ganancias continuas ha aumentado, las condiciones que han permitido mantener la inversión se mantienen.

### Gráfico 170: Rendimientos del S&P 500 en diferentes Períodos de crecimiento del PIB y tasas reales

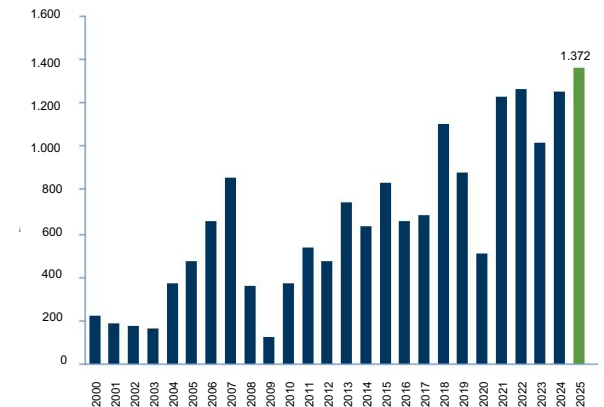
Los rendimientos de las acciones han sido favorables en periodos en que tanto el crecimiento del PIB como las tasas reales aumentaron modestamente.

Rendimiento real de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años					
	Cayendo	Estable	Subiendo	Todo	
Real estadounidenses	Acelerador	12%	17%	17%	15%
	Estable	10%	15%	10%	11%
Crecimiento	Desacelerando pero positivo	3%	4%	5%	4%
	Desaceleración y negativo	-4%	N/D	-12%	-5%
Todo	7%	12%	11%	9%	

Datos al tercer trimestre de 2025.  
Nota: Los números que se muestran son los retornos de precios promedio de 1 año del S&P 500 desde 1947. El campo con un valor N/D tiene muy pocos puntos de datos.  
Fuente: Investment Strategy Group, Goldman Sachs Global Investment Research, Bloomberg, Haver Analytics.

### Anexo 171: Recompra histórica de acciones Autorizaciones

Las autorizaciones de recompra de acciones alcanzaron un máximo histórico en 2025.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.  
Nota: Incluye S&P 500 y Russell 3000. Puede incluir compras conforme a programas de opciones sobre acciones para empleados, ofertas públicas de adquisición y/o programas acelerados de recompra de acciones.  
Fuente: Investment Strategy Group, Goldman Sachs Global Banking & Markets, presentaciones trimestrales de las empresas ante la SEC, Birinyi Associates, Bloomberg.

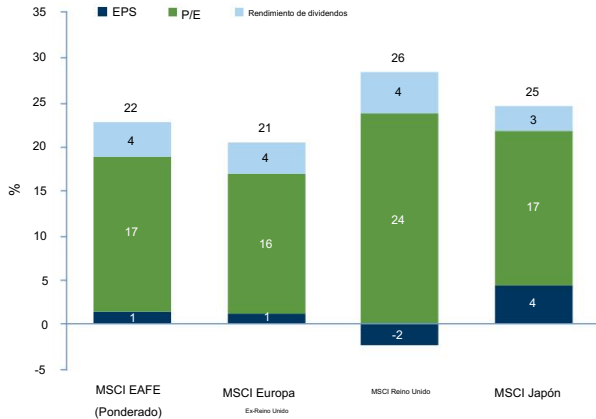
### Acciones de mercados desarrollados no estadounidenses: Menos margen de error

Los mercados desarrollados no estadounidenses estuvieron llenos de sorpresas el año pasado. El índice MSCI EAFE, que abarca Europa, Australasia y el Lejano Oriente, registró una rentabilidad total inusualmente sólida del 22%, a pesar de otro año de crecimiento decepcionante de las ganancias (véase

## Anexo 172: Descomposición del EAFE de 2025

## Rendimientos de capital

Los rendimientos de EAFE fueron impulsados principalmente por el aumento de los múltiplos de valoración, mientras que el crecimiento de las ganancias se mantuvo moderado.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: Las cifras pueden no coincidir debido al redondeo. Las devoluciones se muestran en moneda local.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream, Bloomberg.

Gráfico 172). Esta desconexión reflejó una marcada reevaluación de las valoraciones, impulsada por un creciente optimismo sobre el estímulo fiscal de Alemania, un reajuste de políticas bajo el nuevo gobierno de Japón y un impulso más amplio para diversificar sus inversiones más allá de Estados Unidos en medio de la incertidumbre política.

La pregunta que se plantean los inversores de cara a 2026 es si los fundamentos pueden mejorar lo suficiente como para justificar la ratio precio-beneficio vigente. Si bien prevemos que las ganancias repunten junto con el PIB mundial, es probable que el resultado final siga siendo inferior al consenso. Por lo tanto, prevemos una ligera compresión de la ratio precio-beneficio este año.

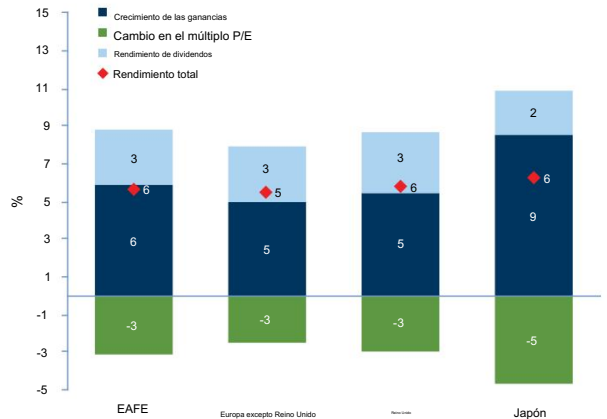
Ante la limitación del potencial alcista de las valoraciones, esperamos rentabilidades de un dígito medio para las acciones desarrolladas no estadounidenses en 2026. Nuestro pronóstico supone un crecimiento de los beneficios del 6%, una rentabilidad por dividendo del 3% y una modesta contracción del 3% en el PER (véase el Gráfico 173). Si bien se espera otro año de ganancias, es poco probable que las rentabilidades dupliquen la sorprendente fortaleza del año pasado ni superen a las de EE. UU.

## Renta variable de la eurozona: mayores expectativas

Las bajas expectativas permitieron que la renta variable de la eurozona sorprendiera a los inversores el año pasado. A pesar del débil crecimiento de las ganancias, la región registró una rentabilidad total del 21%. De cara a 2026, las expectativas son más exigentes. Los múltiplos de valoración se han expandido hasta el límite superior de sus valores históricos.

## Anexo 173: Proyecciones de retorno de EAFE 2026

Prevedemos otro retorno positivo para los mercados de valores desarrollados no estadounidenses, con un crecimiento de las ganancias más rápido que el año pasado.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: Los números pueden no coincidir debido al redondeo.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

Las proyecciones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Los índices no incluyen comisiones y los rendimientos pueden variar significativamente. Consulte la información adicional al final de esta Perspectiva.

rangos, lo que refleja en parte las previsiones de un crecimiento más rápido de las ganancias. Esto reduce el margen de decepción, lo que hace que el historial de la región de incumplir las expectativas de consenso y los desafíos estructurales sean más relevantes (véase el Gráfico 174).

En este contexto, esperamos un crecimiento positivo, aunque más moderado, de las ganancias en 2026. Si bien el sólido crecimiento del PIB y la reducción de los costes laborales unitarios deberían impulsar la recuperación de las ganancias, este repunte refleja en gran medida una comparación más favorable con el crecimiento más lento del año pasado. Aun así, nuestra previsión de crecimiento de las ganancias del 5% sigue siendo moderada en términos absolutos. Combinado con una rentabilidad por dividendo del 3% y una contracción del 3% en el PER, esto se traduce en una perspectiva de rentabilidad total de un dígito medio para 2026.

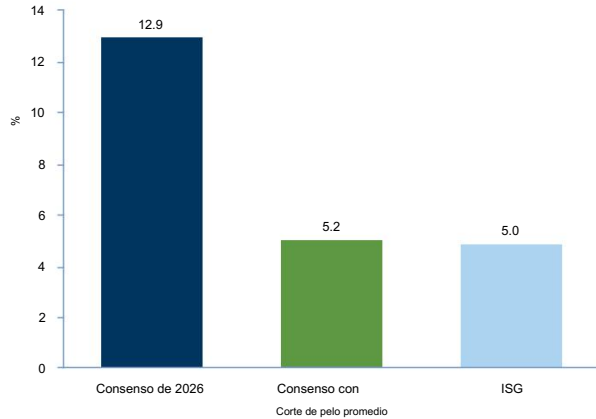
Dado el papel central que desempeñan las ganancias en nuestro pronóstico, cualquier deterioro del crecimiento global plantearía un riesgo a la baja. Por el contrario, acontecimientos positivos inesperados, como el fin de la guerra en Ucrania o un despliegue más rápido del estímulo fiscal alemán, podrían impulsar la rentabilidad.

En estos escenarios, seguimos viendo oportunidades tácticas atractivas en la región. En particular, recomendamos una sobreponderación en el sector sanitario europeo, que combina un sólido crecimiento de las ganancias con valoraciones atractivas, y en las empresas alemanas de mediana capitalización, que se benefician principalmente de los planes de aumento del gasto de Alemania.

## PERSPECTIVAS 2026

### Gráfico 174: Revisiones del crecimiento de las ganancias Esperanzas de heredar

Las expectativas de consenso sobre el crecimiento de las ganancias para 2026 parecen optimistas dadas las tendencias de revisión anteriores.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Los índices no incluyen comisiones y los rendimientos pueden variar significativamente. Consulte la información adicional al final de esta Perspectiva.

### Renta variable del Reino Unido: Los fundamentos vuelven a la

palestra. La renta variable del Reino Unido ilustró una brecha entre el rendimiento y los fundamentos subyacentes el año pasado. Si bien el índice MSCI del Reino Unido registró una sólida rentabilidad del 26%, el resultado se debió a múltiplos de valoración más altos. Los beneficios disminuyeron por tercer año consecutivo. El repunte también fue limitado: excluir las cinco principales acciones habría reducido la rentabilidad en más de nueve puntos porcentuales (véase el Gráfico 175).

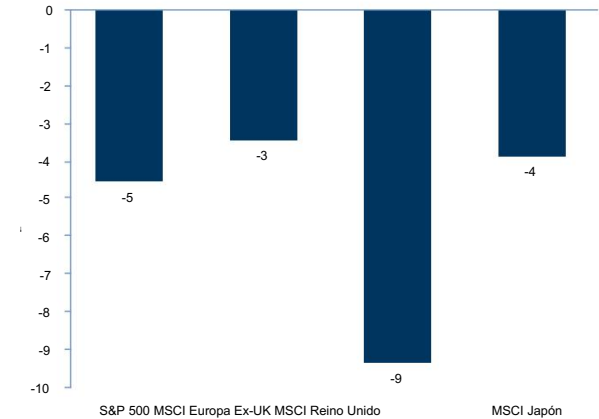
Para el próximo año, esperamos que los fundamentos, más que las valoraciones, impulsen la rentabilidad. El crecimiento de las ganancias debería repuntar hasta el 5%, impulsado por el sólido crecimiento del PIB mundial. Dada esta expectativa, así como un atractivo rendimiento de dividendos superior al 3% y una modesta contracción del 3% en la relación precio-beneficio, pronosticamos un rendimiento total de un dígito medio en 2026.

El ligero lastre de un PER más bajo en nuestro pronóstico refleja la tensión entre las valoraciones absolutas y relativas del Reino

Unido. Si bien los múltiplos PER aumentaron considerablemente el año pasado, la renta variable británica aún cotiza con un descuento respecto a otros mercados desarrollados no estadounidenses. No prevemos que este descuento se elimine este año, ya que refleja las persistentes fricciones posteriores al Brexit —incluidas las menores entradas de capital y un crecimiento estructuralmente menor— que han seguido lastrando las valoraciones a pesar de que la renta variable británica ha registrado un crecimiento de beneficios similar (véase el Gráfico 176).

### Gráfico 175: Diferencia en los rendimientos totales de 2025, Excluyendo a los 5 principales contribuyentes

Excluir las cinco acciones principales penaliza el rendimiento general de las acciones del Reino Unido más que el de sus pares.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, LSEG Data and Analytics, Bloomberg, Goldman Sachs Global Banking & Markets.

### Gráfico 176: Relación precio-beneficio relativa del MSCI UK con el MSCI Europe Ex-UK

Desde el referéndum del Brexit, las acciones del Reino Unido se han negociado con un descuento mayor que las de la eurozona de lo que lo hicieron históricamente.



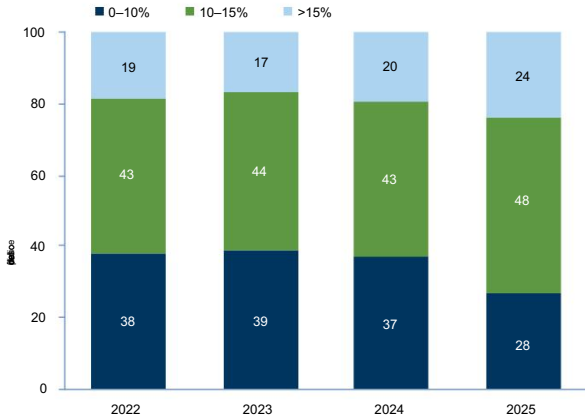
Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

Si bien las valoraciones relativas más bajas del Reino Unido brindan cierto respaldo a la baja frente a otros mercados desarrollados, incluido Estados Unidos, el potencial alcista sigue siendo limitado. Esto refleja tanto la prima de riesgo posterior al Brexit como una composición del índice dominada por sectores defensivos de crecimiento más lento.

Gráfico 177: Ponderación del índice MSCI Japón por Rentabilidad futura sobre el capital

La proporción de empresas japonesas que generan una rentabilidad sobre el capital del 10% o más ha aumentado.



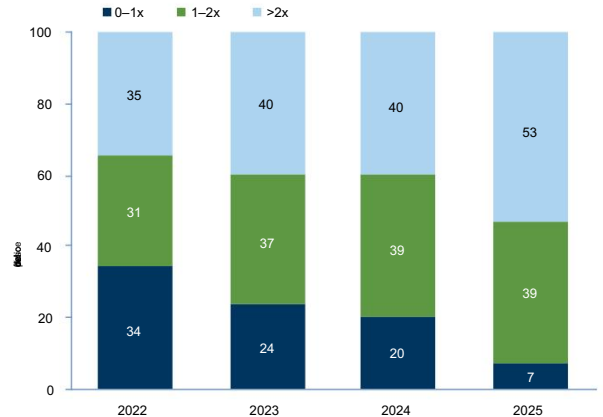
Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: Los números pueden no coincidir debido al redondeo.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream, Goldman Sachs Global Banking & Markets.

Gráfico 178: Ponderación del índice MSCI Japón según la relación precio-valor contable

La proporción de empresas japonesas que cotizan con una relación precio/valor contable superior a 2 ha aumentado.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: Los números pueden no coincidir debido al redondeo.

Fuente: Investment Strategy Group, Datastream, Goldman Sachs Global Banking & Markets.

## Acciones japonesas: mucho en el precio

"Los últimos serán los primeros" refleja el rendimiento de la renta variable japonesa en 2025. Las acciones que durante mucho tiempo se habían cotizado a precios deprimidos experimentaron una apreciación significativa a medida que las reformas de gobierno corporativo aumentaron la confianza de los inversores. La confianza se fortaleció aún más a finales del año pasado cuando la agenda procrecimiento del gobierno recién elegido alimentó las esperanzas de ganancias continuas de la renta variable, lo que sugiere paralelismos con ciclos de mercado anteriores impulsados por reformas.

Si bien la mejora del gobierno corporativo del año pasado impulsó la rentabilidad (véase el Gráfico 177), el consiguiente aumento de las valoraciones también ha incrementado la vulnerabilidad a las fluctuaciones macroeconómicas (véase el Gráfico 178). Con base en nuestro análisis de entornos económicos similares y valoraciones en relación con los tipos de interés y el crecimiento de las ganancias, preveemos que la relación precio-beneficios se contraiga un 5% en 2026. Aun así, esto se ve más que compensado por el aumento de las ventas y la mejora de los márgenes de beneficio, que respaldan nuestra previsión de crecimiento de las ganancias del 9% para este año. En combinación con una rentabilidad por dividendo del 2%, nuestras previsiones de precio-beneficio y ganancias implican que la renta variable japonesa generará una rentabilidad total de un solo dígito medio en 2026, en línea con otros mercados desarrollados.

Los riesgos para nuestro pronóstico son dobles. Los principales riesgos a la baja incluyen errores en las políticas fiscal y monetaria; por el contrario, la ejecución exitosa de las iniciativas gubernamentales de crecimiento podría contribuir a mantener la confianza y a impulsar las valoraciones.

## Renta variable de mercados emergentes: fuertes ganancias, mayores obstáculos

Las acciones de mercados emergentes tuvieron un 2025 estelar. A pesar de la incertidumbre inicial sobre comercio y políticas, el MSCI EM obtuvo una rentabilidad del 34%, poniendo fin a un período de cuatro años de bajo rendimiento en comparación con los mercados desarrollados. Este cambio de rumbo se vio respaldado por una economía global resiliente, una fuerte demanda de chips relacionados con la IA y un dólar estadounidense más débil.

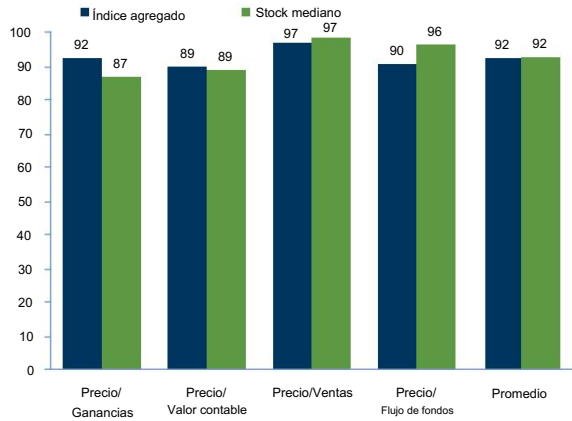
De cara a 2026, se perciben indicios de un optimismo excesivo. El sentimiento inversor se muestra ahora universalmente alcista, lo que históricamente constituye un indicador contrarian. La proporción de recomendaciones de compra para las acciones de mercados emergentes del MSCI se sitúa en el 72 %, muy por encima de su media histórica y de las lecturas comparables del S&P 500 (58 %) y el MSCI EAFE (55 %). De igual forma, ninguna de las 102 instituciones globales encuestadas recientemente expresó una visión bajista sobre las perspectivas a corto plazo para los mercados emergentes.<sup>78</sup>

Las valoraciones y las expectativas de ganancias también reflejan este optimismo. Tras una drástica revalorización el año pasado, las valoraciones de las acciones de mercados emergentes se sitúan ahora en el decil superior de su distribución histórica (véase el Gráfico 179). Al mismo tiempo, se prevé que los márgenes de beneficio alcancen niveles superados solo el 1 % del tiempo durante las últimas dos décadas. En parte como resultado, el consenso espera que las ganancias se sitúen un 19 % por encima de su tendencia de 10 años para finales de este año, un resultado que se ha alcanzado menos del 20 % del tiempo históricamente.

PERSPECTIVAS 2026

Gráfico 179: Clasificación percentil de las acciones de mercados emergentes  
Valoraciones desde 2004

Históricamente, las valoraciones de los mercados emergentes han sido más baratas aproximadamente el 92 % del tiempo.



Datos al 31 de diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Datastream.

Estas elevadas expectativas aumentan el riesgo de decepción y moderan nuestras perspectivas para 2026. En nuestro escenario base, prevemos que las ganancias de los mercados emergentes crezcan entre un 10 % y un 12 %, impulsadas por el continuo impulso a las ganancias tecnológicas relacionado con la IA. Sin embargo, parte de esta fortaleza se verá absorbida por la compresión derivada de las elevadas valoraciones actuales. De hecho, históricamente las valoraciones han disminuido el 85% de las veces cuando se parte de niveles similares a los actuales.<sup>79</sup> Combinados con el rendimiento de dividendos del 3% de las acciones de mercados emergentes, estos elementos implican un rendimiento total de un solo dígito alto en 2026.

Vemos riesgos bilaterales en torno a nuestro pronóstico. Por un lado, la creciente popularidad de las acciones de mercados emergentes podría impulsar nuevas ganancias en un contexto de crecimiento global resiliente, tasas de interés más bajas y una sólida inversión en IA. Por otro lado, las altas expectativas, las elevadas valoraciones, el limitado estímulo político en China y cualquier contratiempo en el despliegue global de IA podrían lastrar la rentabilidad.

Dadas estas contracorrientes, mantenemos una asignación táctica selectiva a la renta variable de mercados emergentes. Como se explica en la Sección I, recomendamos sobreponderar tres mercados: México, impulsado por un sólido crecimiento de las ganancias, valoraciones atractivas y una flexibilización monetaria; Sudáfrica, que se beneficia del aumento de los precios de los metales preciosos, la reducción de los rendimientos de los bonos y un posicionamiento flexible de los inversores; e India, donde la inflación moderada, las tasas más bajas y los recortes de impuestos impulsan un crecimiento acelerado de las ganancias.

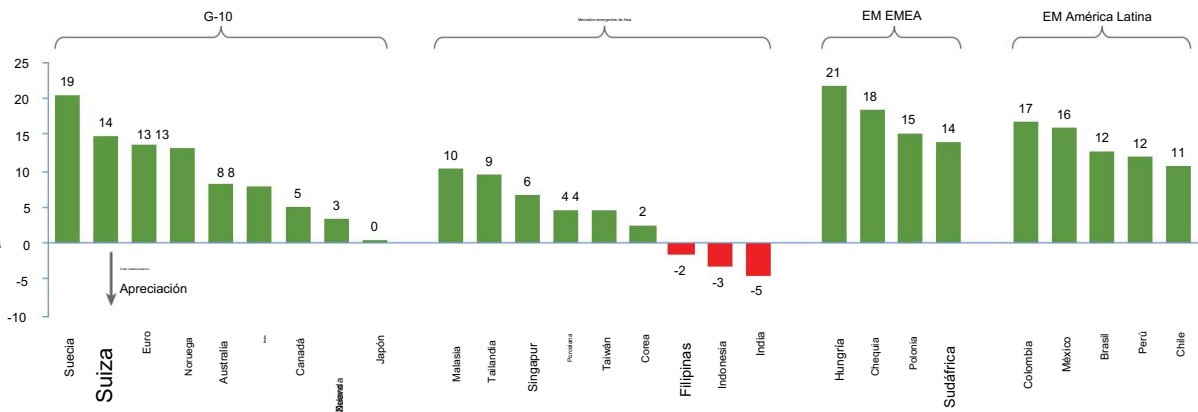
Perspectivas monetarias globales

El año pasado recordó a los inversores que el riesgo cambiario es bidireccional. Tras un largo período de fortaleza, el dólar estadounidense cayó alrededor de un 9%, una de sus mayores caídas anuales en dos décadas. También se debilitó frente a todas las demás monedas principales de los mercados desarrollados por primera vez desde la COVID-19 (véase el Gráfico 180).

Varias fuerzas impulsaron la caída. Los inversores comenzaron el año con una sobreponderación del dólar, lo que lo dejaba vulnerable a la liquidación de posiciones. Posteriormente, los inversores extranjeros aumentaron la cobertura de activos estadounidenses tras los anuncios arancelarios de la administración Trump del 2 de abril. Además, las medidas fiscales de la eurozona elevaron las expectativas de crecimiento, mejorando el atractivo relativo del euro.

Gráfico 180: Rendimiento de las divisas en 2025 (frente al dólar estadounidense)

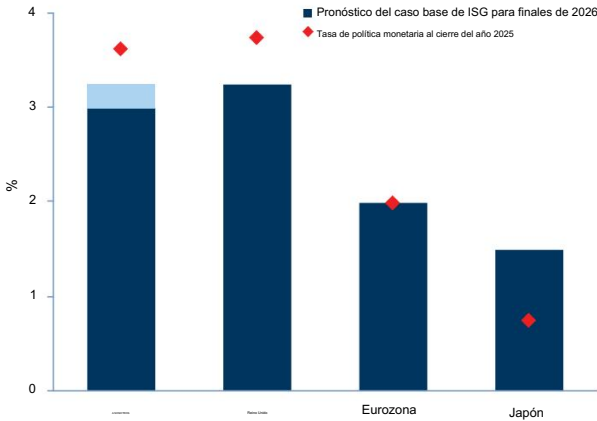
La mayoría de las monedas superaron al dólar estadounidense en 2025.



Datos al 31 de diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

### Gráfico 181: Tasas de política monetaria al cierre del año 2025 y Previsiones de ISG para finales de 2026

Se espera que las tasas de política monetaria de EE. UU. se mantengan cerca del extremo superior de las de sus pares de los mercados desarrollados en 2026.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: El área azul clara indica los pronósticos de ISG para el rango objetivo de fondos federales al final del año 2026.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

A pesar de la amplia caída, el desempeño varió entre los mercados desarrollados. Las monedas europeas lideraron, con la corona sueca, la corona noruega, el euro y el franco suizo registrando ganancias de dos dígitos frente al dólar.

En cambio, el yen japonés cerró con una apreciación de tan solo un 0,3 %. Sus ganancias se vieron limitadas por la incertidumbre política tras el cambio de liderazgo del Partido Liberal Democrático (PLD), que reavivó la preocupación por la trayectoria de la deuda japonesa.

Se observó una dispersión de rendimientos similar en los mercados emergentes. Las monedas de América Latina y Europa del Este obtuvieron un rendimiento superior, beneficiándose de una mayor propensión al riesgo y de tasas de interés más altas que resultaron atractivas para los inversores que buscan rentabilidad. El florín húngaro subió aproximadamente un 21%, convirtiéndose en la moneda principal con mejor rendimiento del año.

En cambio, varias monedas asiáticas se quedaron rezagadas. La bajada de los tipos de interés oficiales y la menor demanda de activos de cartera nacionales lastraron su rendimiento. La rupia india fue una de las pocas monedas principales que se depreció frente al dólar estadounidense en medio de las persistentes tensiones comerciales.

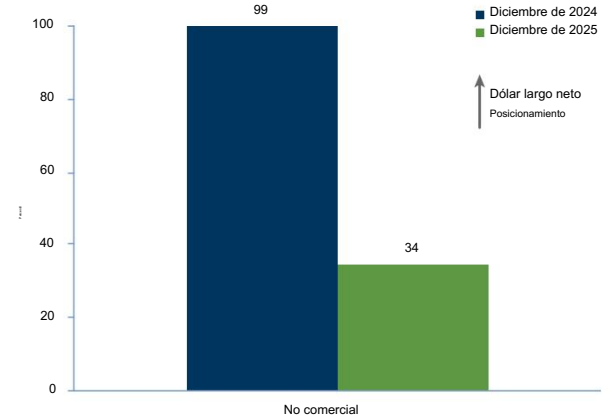
Si bien algunos inversores temen que la debilidad del dólar del año pasado continúe, esperamos que el dólar recupere su estabilidad en 2026.

Los factores tradicionales del tipo de cambio siguen siendo favorables, incluyendo tasas de interés más altas y el crecimiento económico en EE. UU. en comparación con la mayoría de las demás economías de mercado desarrolladas. Varios catalizadores

### Anexo 182: Clasificación percentil del dólar estadounidense

#### Posicionamiento

El posicionamiento neto largo en dólares ha disminuido significativamente.



Datos hasta el 2 de diciembre de 2025.

Nota: Ranking de percentiles de los últimos 5 años.

Fuente: Investment Strategy Group, CFTC, Bloomberg.

Es menos probable que la caída del año pasado (como un aumento drástico en las tasas arancelarias) se repita en 2026.

En este contexto, iniciamos el año con una postura tácticamente neutral respecto al dólar. Nos posicionamos para un rendimiento inferior al del euro (véase la Sección I, Nuestras Inclinaciones Tácticas).

#### Dólar estadounidense

El fuerte impulso del dólar se detuvo en 2025, recuperando las ganancias del año anterior y aún más. La moneda cayó a su nivel más bajo en tres años y se depreció frente a todas sus principales divisas.

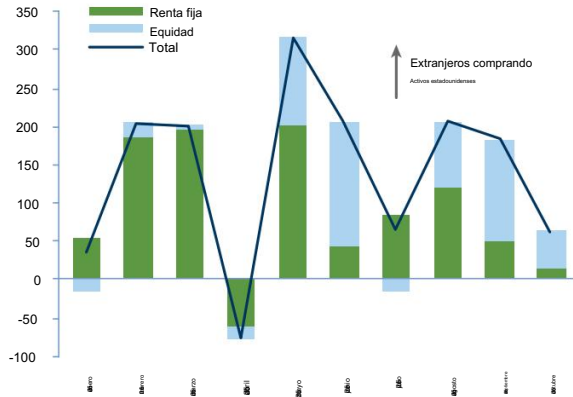
Desde su pico hasta su mínimo, el dólar cayó poco más del 12%, su mayor caída en un año calendario desde la COVID.

Sin embargo, los fundamentos superiores de EE. UU. hacen improbable que la debilidad continúe. Se espera que el crecimiento de EE. UU. supere al de la mayoría de los mercados desarrollados este año. Al mismo tiempo, se espera que la tasa de los fondos federales se mantenga por encima de las tasas de política monetaria de la mayoría de los mercados desarrollados similares (véase el Gráfico 181). En conjunto, estas dinámicas deberían seguir impulsando la inversión extranjera en activos estadounidenses en comparación con alternativas de menor rendimiento.

El posicionamiento y los flujos también apuntan a un dólar menos vulnerable en 2026. Los inversores no comerciales entran al año ligeramente posicionados, en contraste con principios del año pasado, cuando la exposición al dólar era elevada (véase el Gráfico 182).

### Anexo 183: Compras netas extranjeras de EE. UU. Inversiones de cartera

La demanda extranjera de inversiones de cartera estadounidenses se ha recuperado después de una breve salida.



Datos hasta octubre de 2025. Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Además, la demanda extranjera de activos de cartera estadounidenses se ha recuperado tras un breve período de salidas de capitales tras los anuncios arancelarios del gobierno de Trump del 2 de abril (véase el gráfico 183).

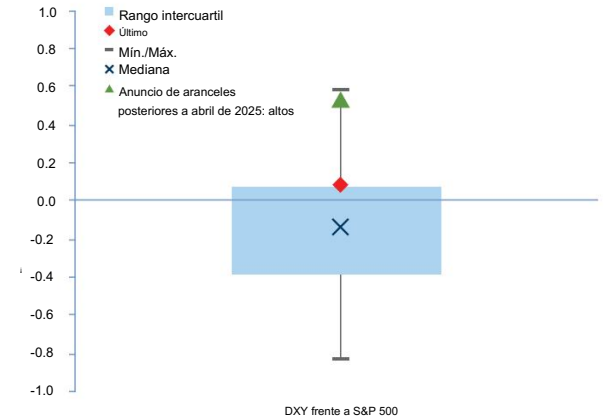
Aun así, el año pasado recordó a los inversores que los riesgos del dólar pueden surgir por vías inesperadas. La mayor parte de la depreciación del año pasado se produjo en torno a los anuncios arancelarios de abril, cuando la relación habitual entre la renta variable estadounidense y el dólar se rompió temporalmente y ambos mercados cayeron bruscamente. En respuesta, los inversores extranjeros aumentaron las coberturas cambiarias de los activos estadounidenses, acelerando la depreciación del dólar. Si bien esta relación se ha normalizado desde entonces, una secuencia similar de acontecimientos podría impulsar a los gestores de activos extranjeros a reducir aún más su exposición al dólar (véase el Gráfico 184).

Podrían surgir riesgos adicionales a la baja. Una flexibilización monetaria de la Reserva Federal más drástica de lo previsto podría impulsar las primas a plazo, sobre todo si reaviva las dudas sobre la independencia institucional. Un crecimiento más fuerte de lo previsto fuera de EE. UU. también podría presionar al dólar. Estos riesgos se ven agravados por la valoración del dólar, que se mantiene por encima de su promedio a largo plazo (véase el Gráfico 185).

Si bien estas preocupaciones son legítimas, no constituyen nuestro escenario base. En general, esperamos una ganancia de un solo dígito bajo para el dólar estadounidense este año.

### Anexo 184: Correlaciones móviles de 3 meses Entre el índice del dólar y el S&P 500

La correlación entre las acciones estadounidenses y el dólar se ha normalizado, lo que reduce la necesidad de cubrir los riesgos cambiarios de los activos estadounidenses.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025. Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

### Gráfico 185: Tipo de cambio efectivo real del dólar estadounidense

La valoración del dólar se mantiene por encima de su promedio de largo plazo, lo que aumenta su vulnerabilidad.



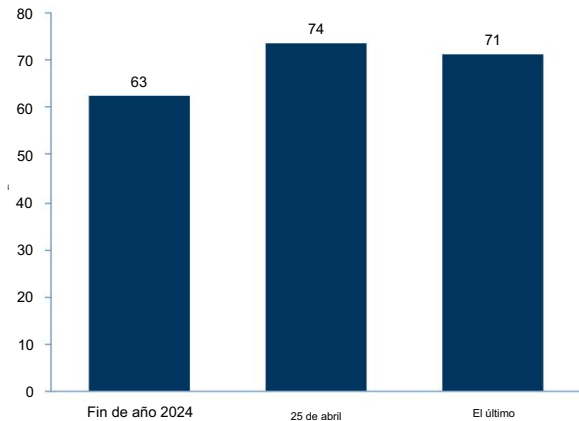
Datos hasta noviembre de 2025. Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics, Reserva Federal.

### Euro

El euro experimentó un repunte impresionante en 2025 tras varios años de bajo rendimiento. La moneda única se apreció alrededor de un 13% frente al dólar estadounidense, recuperando una parte significativa de su declive posterior a la COVID-19. Las ganancias fueron generalizadas, con el euro también subiendo aproximadamente un 5% frente a la libra y un 13% frente al yen.

### Anexo 186: Cobertura de los fondos de pensiones daneses Ratios para activos en dólares estadounidenses

El aumento de la cobertura de activos estadounidenses por parte de los gestores de cartera europeos apoyó al euro.



Datos hasta octubre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Varios factores específicos de la eurozona contribuyeron a la recuperación.

El principal de ellos fue un paquete fiscal alemán mayor de lo esperado, que impulsó las perspectivas de crecimiento de la región. El cambio abrupto en las correlaciones de activos en torno a los anuncios arancelarios de la Administración Trump del 2 de abril también fue favorable, ya que los gestores de activos nacionales aumentaron las coberturas cambiarias sobre las inversiones estadounidenses. Estos ajustes redujeron las ventas estructurales de euros y, en ocasiones, generaron una mayor demanda de la moneda (véase el Gráfico 186).

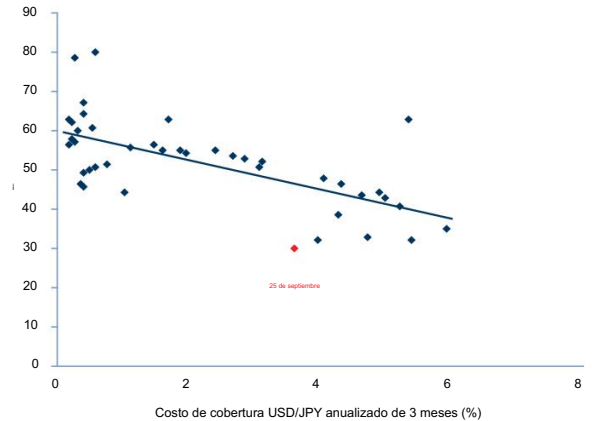
No preveemos que en 2026 se repita el sólido rendimiento del año pasado. El apoyo a la valoración ha disminuido, y el euro cotiza ahora más cerca de su valor razonable a largo plazo. También es probable que se establezca el comportamiento de cobertura de los gestores de activos europeos, ya que el aumento del año pasado reflejó un shock idiosincrásico en lugar de una tendencia duradera. Al mismo tiempo, los tipos de interés oficiales de la eurozona se mantienen por debajo de los de EE. UU., lo que limita el atractivo del euro para los inversores que buscan rentabilidad.

Dicho esto, el euro podría apreciarse aún más si el crecimiento de la región sorprende positivamente a los inversores. Un resultado similar podría darse si los tipos de interés oficiales fuera de la eurozona caen, lo que mejoraría el atractivo relativo de la moneda.

En general, observamos un perfil de riesgo/recompensa más equilibrado para el euro frente al dólar tras la recuperación del año pasado. En cambio, los fundamentos relativos favorecen un rendimiento superior del euro frente a la libra esterlina, lo que respalda nuestra sobreponderación táctica en el cruce.

### Anexo 187: Coeficientes de cobertura de las compañías de seguros de vida japonesas frente a su coste

Los ratios de cobertura cambiaria de las aseguradoras de vida japonesas siguen siendo históricamente bajos.



Datos hasta septiembre de 2025.

Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, Nomura.

### Yen

El año pasado pareció otro falso amanecer para los inversores en yenes. Aunque la moneda se apreció hasta un 12% en el primer semestre del año, estas ganancias se revirtieron casi por completo tras el ascenso de Sanae Takaichi a la jefatura de gobierno de Japón. El cambio de liderazgo reavivó las preocupaciones de la era de la Abenomics sobre la expansión fiscal y monetaria conjunta, lo que socavó la confianza en una recuperación sostenida del yen. A finales de año, el yen se apreciaba solo un 0,3% frente al dólar estadounidense, lo que lo convertía en la segunda moneda de mercados desarrollados más débil.

Varios factores apuntan a una perspectiva más constructiva para el próximo año. Con la inflación ahora por encima del objetivo, la continua retirada del apoyo del Banco de Japón debería reducir el atractivo del yen como moneda de financiación, revirtiendo un canal clave que lastró la moneda durante años de política monetaria ultraexpansiva.

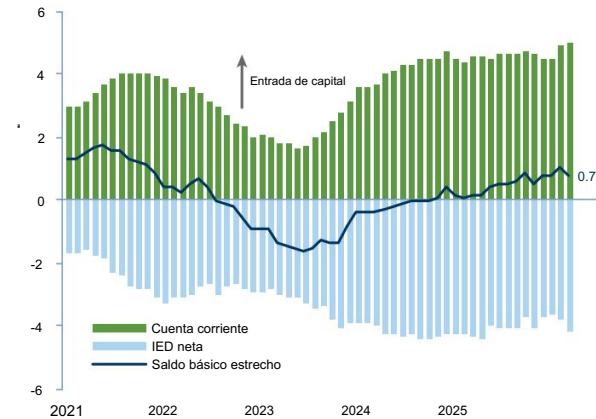
Una mayor reducción de las tasas internas en relación con las alternativas offshore también podría alentar a las aseguradoras de vida japonesas, que poseen aproximadamente 62 billones de yenes en activos extranjeros, a aumentar sus ratios de cobertura desde sus mínimos de varios años (véase el Gráfico 187).

El contexto externo de Japón también ha mejorado. La estrecha balanza de pagos básica ha vuelto a registrar superávit, lo que indica una mayor demanda estructural del yen. La afluencia de turistas y la disminución de los precios de la energía han fortalecido la cuenta corriente, lo que ha ayudado a compensar los persistentes flujos de inversión extranjera directa (IED) (véase el Gráfico 188). Tras varios años de un rendimiento generalmente inferior, el yen es también la moneda más infravalorada entre sus pares de mercados desarrollados, lo que reduce el riesgo de sorpresas alcistas.

## PERSPECTIVAS 2026

Gráfico 188: El estrecho saldo básico de Japón

El estrecho saldo básico de Japón se ha recuperado después de varios años de déficit.



Datos hasta octubre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics.

Dicho esto, persisten los riesgos. Dados los ya elevados niveles de deuda de Japón, los mercados son sensibles al paquete fiscal suplementario de 21 billones de yenes anunciado por el nuevo gobierno en noviembre pasado. El estímulo adicional en el presupuesto de este año podría reavivar las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda y lastran la demanda externa de yenes. Los riesgos para el yen no se limitan a factores internos. Si la Reserva Federal suspende la expansión monetaria en respuesta a la inflación persistentemente alta, un diferencial de tipos de interés persistentemente amplio con Japón reforzaría el papel del yen como moneda de financiación frente al dólar.

En términos generales, vemos margen para una apreciación modesta del yen en 2026, aunque con una sensibilidad continua a las señales de política interna y a la dinámica de las tasas globales.

## Libra

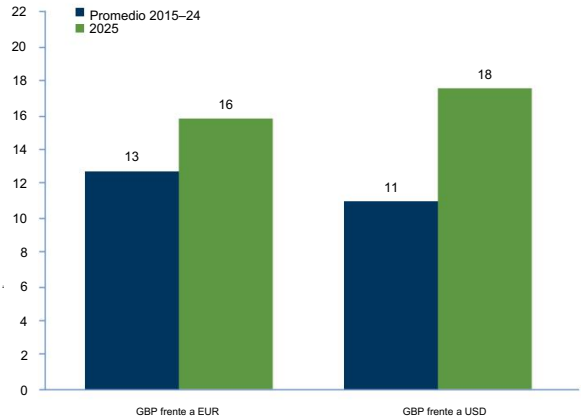
El año pasado marcó el mejor rendimiento de la libra frente al dólar estadounidense en ocho años. Sin embargo, la mayor parte de la ganancia anual de aproximadamente el 8% se produjo en el primer semestre, en medio de una debilidad generalizada del dólar. El impulso se desvaneció en el segundo semestre, ya que los inversores centraron su atención en las presiones fiscales internas antes del anuncio del presupuesto semestral del gobierno británico. Estos obstáculos específicos del Reino Unido fueron más evidentes en términos de euros, con la libra esterlina registrando un rendimiento inferior en torno al 5%, su mayor caída anual frente a la moneda única desde el Brexit.

Prevedemos que estos factores adversos persistirán durante el próximo año. Si bien el tipo de interés oficial más alto del Reino Unido en comparación con sus pares de mercados desarrollados ha respaldado la moneda, es probable que este factor favorable se desvanezca a medida que la inflación se modere y el Banco de Inglaterra flexibilice aún más su política monetaria.

Gráfico 189: Porcentaje de días con depreciación de la libra esterlina

A pesar de los movimientos favorables de las tasas de interés

La libra se debilitó a pesar de los diferenciales favorables de tasas de interés, probablemente reflejando renovadas preocupaciones fiscales.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Los riesgos fiscales también justifican la cautela. Si bien el último presupuesto apuntaba a una mayor consolidación, muchos de los aumentos de impuestos propuestos están concentrados en el último trimestre, lo que aumenta el riesgo de ejecución a medida que se acercan las elecciones. Cualquier retroceso probablemente lastraría la confianza y, a su vez, perjudicaría la moneda (véase el Gráfico 189).

Estas preocupaciones se ven agravadas aún más por la valoración.

La libra parece sobrevalorada en relación con su historia posterior al Brexit, lo que la deja más vulnerable a cualquier deterioro en las perspectivas internas.

Sin embargo, existen posibles compensaciones. Un crecimiento del Reino Unido superior al previsto podría brindar soporte, dada la sensibilidad de la libra esterlina a los cambios en el sentimiento de riesgo global.

La inversión extranjera directa también ha comenzado a recuperarse de sus mínimos posteriores a la COVID-19, lo que ofrece un colchón secundario.

Teniendo en cuenta estos factores, esperamos que la libra se deprecie en un dígito medio este año y estamos posicionados tácticamente para que la libra tenga un rendimiento inferior al del euro.

## Monedas de mercados emergentes

Las monedas de los mercados emergentes registraron una ganancia del 9% el año pasado, su mejor desempeño desde 2009. La debilidad generalizada del dólar estadounidense fue el principal factor impulsor. Otros factores influyeron, como los aranceles estadounidenses, que resultaron menos disruptivos de lo que se temía, la resiliencia del comercio internacional y el dinamismo de los precios de los metales, en particular del oro y el cobre.

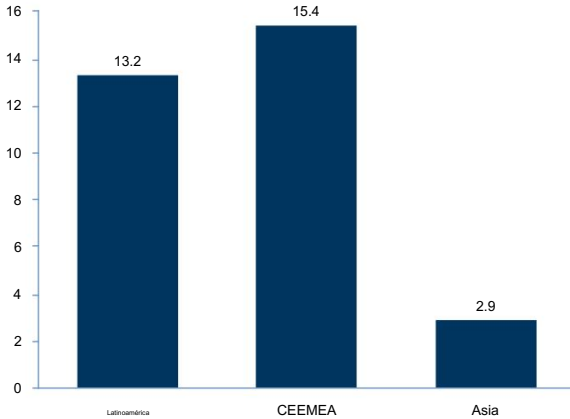
lo que mejoró las condiciones de intercambio para muchos exportadores de mercados emergentes.

La fortaleza del año pasado enmascaró una amplia dispersión del rendimiento entre las monedas de mercados emergentes. Las vinculadas al euro y las de...

### Gráfico 190: Mercado emergente promedio

Rentabilidad del mercado de divisas al contado en 2025 por región

Las monedas latinoamericanas y europeas tuvieron mejor desempeño en 2025.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: El promedio se basa en las monedas de Brasil, México, Colombia, Chile, Perú (todo Latinoamérica), Polonia, Hungría, Chequia, Rumanía, Sudáfrica (todo CEEMEA), China, Corea, Taiwán, India, Indonesia, Tailandia, Filipinas, Malasia y Singapur (todo Asia).

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

América Latina fue la que más se benefició (véase el Gráfico 190). Varias monedas asiáticas se quedaron atrás, como la rupia indonesia y la rupia india, que se depreciaron frente al dólar estadounidense.

Comparadas con el euro, la mayoría de las monedas de mercados emergentes no lograron mantener el ritmo y, en muchos casos, incluso tuvieron un rendimiento inferior al de las monedas de mercados desarrollados. Esto refuerza aún más el hecho de que el sólido desempeño de los mercados emergentes del año pasado reflejó en gran medida la debilidad generalizada del dólar estadounidense.

Preveamos un rendimiento más moderado de las monedas de mercados emergentes este año, en medio de fuerzas competitivas. Como factores de apoyo, las elevadas tasas reales, la solidez de los balances externos y el continuo crecimiento del comercio internacional deberían ser favorables. Sin embargo, los riesgos políticos y fiscales, en particular en Colombia y Brasil, siguen siendo importantes, lo que limita el potencial alcista.

En general, esperamos ganancias de un solo dígito bajo en las monedas de mercados emergentes en el próximo año.

### Perspectivas de renta fija global

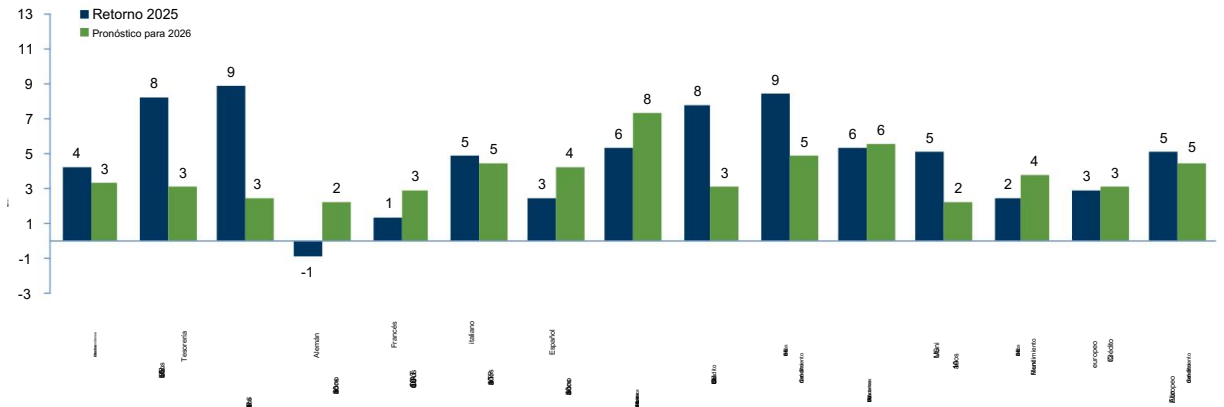
Decisiones políticas inesperadas provocaron fuertes oscilaciones en los rendimientos de los bonos globales en 2025. A principios de año, las expectativas de mayores déficits y aranceles modestos impulsaron al alza los rendimientos estadounidenses. Sin embargo, los aranceles aumentaron mucho más de lo previsto. Esto impulsó los ingresos del gobierno y redujo las necesidades de financiación del gobierno estadounidense, lo que redujo los rendimientos al final del año. La política monetaria también dominó los mercados de renta fija fuera de EE. UU., ya que un repentino aumento de las expectativas de financiación alemanas provocó un fuerte retroceso en los rendimientos de los bonos alemanes. A pesar de estos cambios en la política monetaria global, los diferenciales de crédito cerraron el año en niveles históricamente ajustados, y los bonos corporativos arrojaron rendimientos de un solo dígito alto (véase el Gráfico 191).

De cara a 2026, preveamos un ligero aumento de los rendimientos de los bonos gubernamentales en la mayoría de los principales mercados desarrollados. Nuestra perspectiva refleja tres factores. En primer lugar, el crecimiento debería consolidarse a medida que se atenúe el lastre de los aranceles y la actividad económica se beneficie de la flexibilización de las condiciones financieras del año pasado.

La inversión continua vinculada a la inteligencia artificial debería

### Gráfico 191: Rentabilidad de renta fija y previsiones ISG 2026 por clase de activo

Los ingresos fijos globales arrojaron rendimientos mixtos, y los estadounidenses superaron ampliamente a sus pares.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

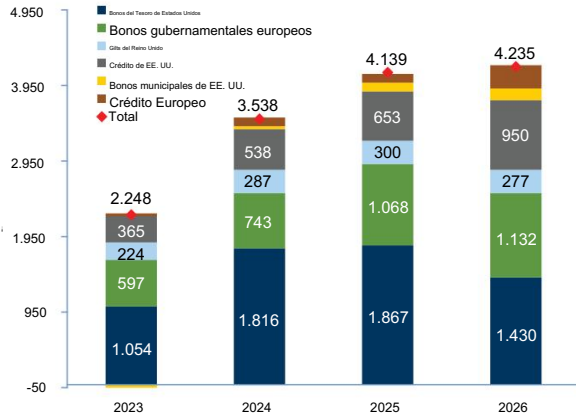
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan las previsiones. El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

Anexo 192: Bonos netos disponibles de forma privada

Pronóstico de la oferta en EE. UU., la eurozona y el Reino Unido

Se prevé que la oferta de bonos privados disponibles aumente en 2026, impulsada principalmente por el crédito corporativo.



Datos hasta noviembre de 2025.

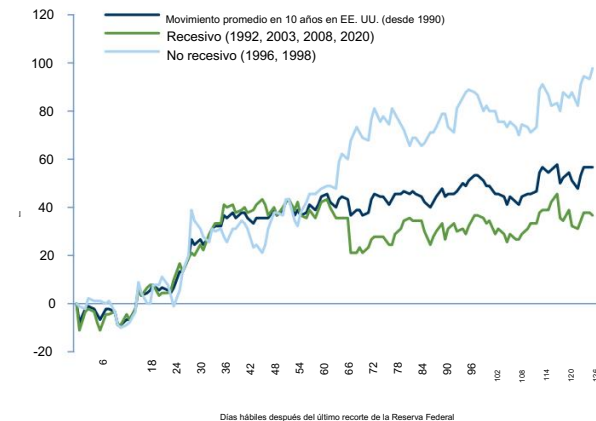
Nota: La oferta neta se calcula como la emisión bruta menos los reembolsos y se ajusta a los flujos previstos del banco central. Las cifras de crédito se ajustan a los ángeles caídos, las estrellas en ascenso y los impagos.

Fuente: Investment Strategy Group, Asociación Nacional de Funcionarios de Presupuesto Estatal, Goldman Sachs Global Banking & Markets, Oficinas Nacionales de Gestión de Deuda, Bloomberg.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Gráfico 193: Cambio en los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años Rendimientos tras el recorte final de la tasa de la Reserva Federal

Los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años generalmente aumentan después del recorte final de un ciclo de flexibilización.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: Basado en datos desde 1990.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

Proporcionar apoyo adicional. En segundo lugar, se prevé una expansión de la política fiscal en varias economías desarrolladas, impulsando la actividad y manteniendo elevado el endeudamiento público.

Por último, nuestros modelos de valoración sugieren que los bonos gubernamentales son moderadamente caros en la mayoría de las regiones.

Si bien la dirección prevista de los rendimientos es similar, prevemos divergencias significativas en la oferta de bonos entre países y clases de activos (véase el Gráfico 192). En EE. UU., se prevé que la oferta neta de bonos del Tesoro, tanto en pagarés como en bonos, disminuya drásticamente con respecto al nivel del año pasado, lo que refleja una mayor dependencia de la emisión de letras a corto plazo. En la eurozona, es probable que la oferta neta general se mantenga prácticamente estable. El aumento de la emisión alemana debería verse compensado en gran medida por la disminución de la oferta de varias economías del sur de Europa. Por el contrario, se prevé que la emisión de bonos corporativos aumente, lo que refleja el aumento de la actividad de fusiones y adquisiciones y las necesidades de financiación asociadas a la inversión en IA.

Es probable que este aumento de la oferta ejerza una modesta presión al alza sobre los diferenciales de crédito corporativo.

Con rendimientos ligeramente más altos y valoraciones crediticias que ofrecen un margen limitado, prevemos que la mayoría de los mercados de renta fija de alta calidad tendrán un rendimiento inferior al del efectivo durante el año (véase el Gráfico 191). En consecuencia, entramos en 2026 con una modesta infraponderación táctica en duración en relación con nuestro índice de referencia estratégico, que para una cartera moderada sujeta a impuestos en EE. UU. ronda los cuatro años.

En las secciones que siguen, revisamos los detalles de cada uno de los principales mercados de renta fija.

Bonos del Tesoro de Estados Unidos

Los bonos del Tesoro estadounidense superaron con creces a sus homólogos globales en 2025. El rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años cayó 40 puntos básicos, lo que refleja el enfriamiento del mercado laboral, mayores recortes de la Reserva Federal de los que los mercados anticipaban a principios de año y un volumen de subasta estable para los bonos a largo plazo. Como resultado, los bonos del Tesoro a 10 años obtuvieron una sólida rentabilidad del 8% durante el año.

Nuestras expectativas de rentabilidad para 2026 son más moderadas, ya que prevemos un ligero aumento en los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense. Este pronóstico refleja varios factores, como las perspectivas políticas, la dinámica de las primas a plazo y la evolución de las condiciones de oferta y demanda a lo largo de la curva.

En cuanto a la política monetaria, prevemos que la Reserva Federal recorte las tasas dos veces en 2026, en marzo y junio, ya que la junta prioriza la estabilización del mercado laboral junto con las tendencias de inflación subyacente, que aún se están enfriando. A medida que la tasa de política monetaria se acerca a la estimación neutral del 3-3,25% del FOMC, se espera que concluya el ciclo de recortes del banco.

Un pronóstico de tasas de interés más bajas puede parecer incompatible con nuestro pronóstico de mayores rendimientos, pero la historia sugiere lo contrario. Una política monetaria más flexible funciona...

Gráfico 194: Variación trimestral en 5 años

Rendimientos de los bonos del Tesoro basados en el crecimiento y la inflación de EE. UU.

Nuestro pronóstico de un crecimiento superior a la tendencia y una inflación superior al objetivo se ha asociado históricamente con el aumento de los rendimientos de los bonos del Tesoro.

	IPC general (% interanual)		
	Menos del 2%	2–3%	Mayor o igual al 3%
Menos del 0%	-0,31%	-0,43%	-0,49%
EE. UU. Tasa trimestral real 0–2%	-0,10%	0,02%	0,10%
Crecimiento del PIB (Tasa anualizada %)	Mayor o Igual al 2%	-0,04%	0,12%
			0,10%

Datos al 31 de diciembre de 2025.

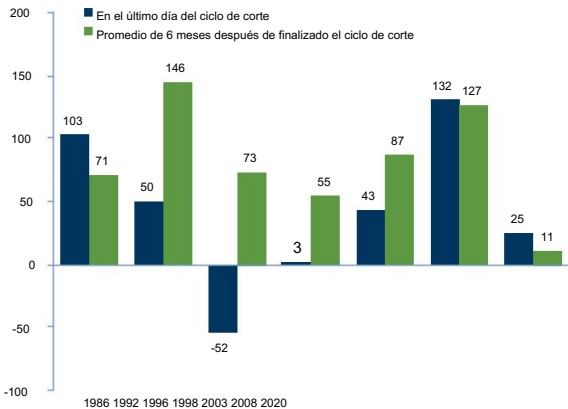
Nota: Las celdas resaltadas representan los períodos que son consistentes con nuestras previsiones macroeconómicas trimestrales.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

Gráfico 195: Precios de aumentos de tasas en EE. UU. con un año de anticipación al final de ciclos de recortes anteriores

Los inversores han incorporado en los precios la posibilidad de futuras alzas de tasas hacia el final de ciclos de recortes anteriores.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Nota: Basado en contratos de futuros de eurodólares.

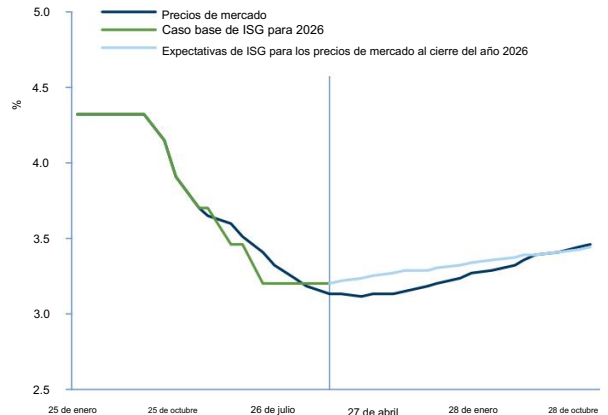
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Impulsando el crecimiento y la propensión al riesgo, lo cual, cuando es efectivo, ejerce una presión alcista sobre los rendimientos a largo plazo. En consonancia con esta dinámica, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense han aumentado típicamente en los seis meses posteriores al final de los ciclos de recortes anteriores (véase el Gráfico 193). Los períodos anteriores de crecimiento estadounidense superior a la tendencia y una inflación superior al objetivo —en consonancia con nuestras perspectivas para 2026— también se han asociado con un aumento de los rendimientos de los bonos del Tesoro (véase el Gráfico 194).

Para agravar esta presión alcista, los mercados históricamente han descontado la posibilidad de futuras subidas de tipos hacia el final de los ciclos de recortes anteriores (véase el Gráfico 195). Si bien no esperamos que la Reserva Federal suba los tipos

Gráfico 196: Pronóstico del ISG para las tasas de interés a un día en EE. UU. vs. los precios actuales del mercado

Pronosticamos dos recortes de la Reserva Federal en 2026, seguidos por una curva de avance con suave pendiente ascendente.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Nota: Suponemos que para fines de 2026, nuestro pronóstico base para las tasas de política monetaria del FOMC se habrá cumplido y luego los mercados estarán fijando precios en una trayectoria ponderada por probabilidad para 2027.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

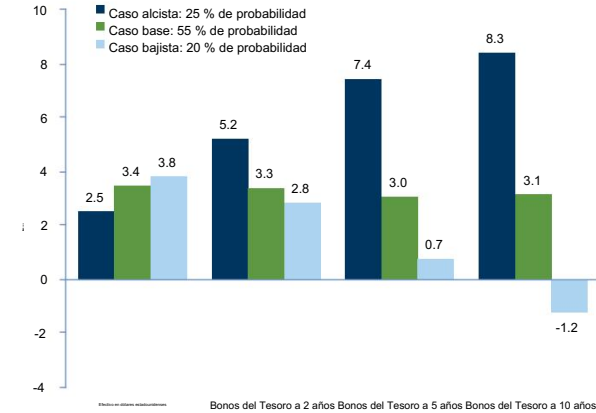
En 2027, los precios de mercado suelen reflejar una gama de posibles resultados, en lugar de una única trayectoria. Dado nuestro pronóstico de crecimiento firme e inflación superior al objetivo, es probable que esta dinámica resulte en una curva de crecimiento más pronunciada. que el precio actual al final del año (véase el Anexo 196).

Más allá de la política de tasas de interés, esperamos que la demanda de rendimiento adicional de los inversores por mantener bonos del gobierno de EE. UU. a largo plazo en relación con los valores renovables a corto plazo (la "prima por plazo") aumente en 2026. Esta perspectiva se mantiene a pesar de varios factores que deberían respaldar los bonos del Tesoro a largo plazo. Por un lado, se prevé que la oferta neta de bonos del Tesoro en manos privadas disminuya significativamente en 2026 (véase el Gráfico 192) a medida que venzan y se paguen los bonos de la era de la pandemia. Mientras tanto, el nuevo endeudamiento del gobierno dependerá más de las letras a corto plazo, que tienen una gran demanda por parte de los fondos del mercado monetario y las criptomonedas estables. Además, el final del programa de la Reserva Federal para reducir su balance, junto con la mejora de la capacidad de balance de los bancos estadounidenses debido a los cambios regulatorios, fortalece aún más la demanda de bonos del Tesoro.

Aun así, es probable que estos apoyos se vean contrarrestados por los cambios en el comportamiento de los inversores. A medida que mejora el crecimiento de EE. UU., los inversores probablemente sentirán menos necesidad de comprar bonos del Tesoro a largo plazo como protección contra una futura recesión. Al mismo tiempo, los fondos de cobertura y otros inversores que utilizan apalancamiento y son sensibles a las fluctuaciones de precios están comprando más bonos del Tesoro. Este cambio ha debilitado los beneficios de diversificación de los bonos del Tesoro durante el mercado de renta variable.

## Anexo 197: Renta fija estadounidense de 2026 Escenarios de retorno

En nuestro pronóstico, el efectivo supera a la duración, mientras que los bonos del Tesoro a largo plazo ofrecen una diversificación adicional limitada en una recesión.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Las caídas, como se observó durante la ola de ventas de acciones de abril pasado, aumentaron la compensación que los inversores exigen para mantenerlos. Este rendimiento requerido también podría aumentar si los cambios en el liderazgo de la Reserva Federal aumentan la preocupación por la inflación, aunque este no es nuestro escenario base (véase la Sección III, Valores del Tesoro Protegidos contra la Inflación [TIPS]).

En resumen, se espera que el aumento de las primas a plazo compense el impacto de una política monetaria más flexible. Como resultado, prevemos un aumento en los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años, con un rango objetivo para fin de año de 4,15 a 4,65 %. El 4,4 % en el punto medio de dicho rango sugiere una rentabilidad de un solo dígito bajo para los bonos, ligeramente inferior al efectivo, aunque prevemos que la rentabilidad en efectivo sea inferior a la del año pasado, ya que la Reserva Federal continúa recortando los tipos de interés (véase el Gráfico 191).

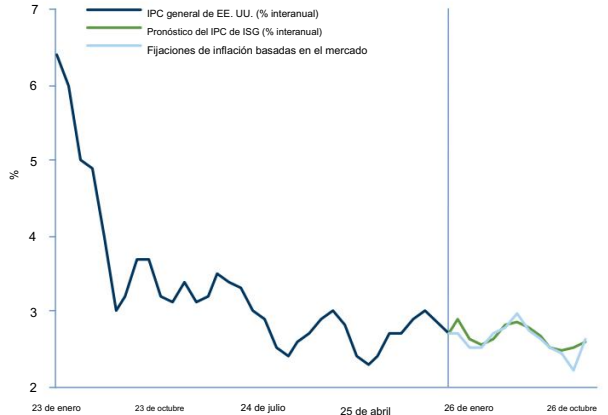
Además, dado que el déficit presupuestario estadounidense ha crecido típicamente alrededor del 4% del PIB durante recesiones anteriores, no esperamos que los bonos a largo plazo ofrezcan una diversificación significativamente mejor que los bonos a mediano plazo, en caso de una desaceleración económica inesperada (véase el Gráfico 197). Por estas razones, iniciamos 2026 con una modesta infraponderación táctica en la duración estadounidense.

### Valores del Tesoro Protegidos contra la Inflación (TIPS)

Los TIPS generaron rendimientos más altos que los bonos del Tesoro nominales en 2025, ya que la inflación realizada impulsó los ingresos. Esto ocurrió incluso cuando las expectativas de inflación de equilibrio (BEI) disminuyeron ligeramente, a pesar de un arancel mayor al esperado.

## Gráfico 198: Fijaciones de inflación basadas en el mercado vs. Pronóstico de inflación del ISG

Los precios de mercado para la inflación de corto plazo están cerca de nuestra expectativa base.



Datos hasta diciembre de 2025. Pronóstico hasta noviembre de 2026.

Nota: Basado en cálculos de ISG. El valor de octubre de 2026 es una interpolación lineal.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Aumentos y crecientes preocupaciones sobre la independencia de la Reserva Federal. Si bien los TIPS tuvieron un rendimiento superior el año pasado, nuestras carteras modelo estratégicas favorecen los bonos municipales sobre los TIPS para los inversores sujetos a impuestos.

Tácticamente, somos neutrales en TIPS por varias razones.

La principal de ellas es la valoración. Los BEI ahora están ampliamente alineados con nuestras expectativas, lo que limita el margen de sorpresas inflacionarias al alza. Esta observación es evidente en toda la curva, desde las expectativas de inflación a corto plazo (véase el Gráfico 198) hasta los vencimientos a más largo plazo. Los BEI a más largo plazo, en torno al 2,25%, son consistentes con nuestras expectativas.

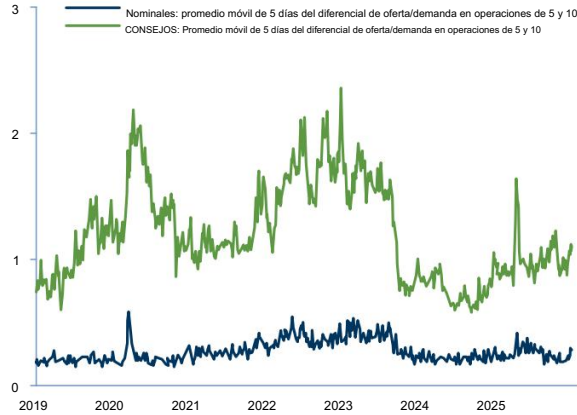
Estimaciones del valor razonable basadas en modelos y el 2% del FOMC objetivo de inflación.

Más allá de la valoración, vemos un menor riesgo de un aumento sostenido de las primas de riesgo de inflación. Si bien la preocupación por el futuro liderazgo de la Reserva Federal ha aumentado, esperamos que los controles y contrapesos institucionales garanticen que la política monetaria siga anclando las expectativas de inflación. Además, una postura política excesivamente expansiva probablemente resultaría contraproducente.

La mayor preocupación por la inflación impulsaría al alza los rendimientos a largo plazo, endureciendo las condiciones financieras en lugar de flexibilizarlas. Por último, los TIPS ofrecen menores beneficios de diversificación que los bonos nominales en carteras multiactivo, lo que refleja tanto una menor liquidez (véase el Gráfico 199) como la tendencia de los BEI a contraerse con mayor intensidad que los rendimientos nominales durante las recesiones económicas.

### Anexo 199: Diferencial promedio entre oferta y demanda de 5 y TIPS a 10 años y bonos nominales

Los TIPS son menos líquidos que los bonos nominales, lo que limita sus beneficios de diversificación durante períodos de aversión al riesgo.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Con base en lo anterior, esperamos que los TIPS brinden rendimientos similares a los de los bonos del Tesoro en nuestro caso base de 2026 (ver Gráfico 191).

#### Bonos municipales de EE. UU.

Los mercados de bonos municipales entraron en el año pasado preparados para un posible shock político. A medida que se intensificaban las negociaciones en torno a la Ley One Big Beautiful Bill (OB BB), los inversores temían que la reforma fiscal pudiera socavar la exención de impuestos de esta clase de activos. Esta preocupación era especialmente grave en los subsectores más expuestos a cambios legislativos.

El riesgo nunca se materializó. No solo se conservó la exención del impuesto municipal, sino que incluso se amplió la elegibilidad.

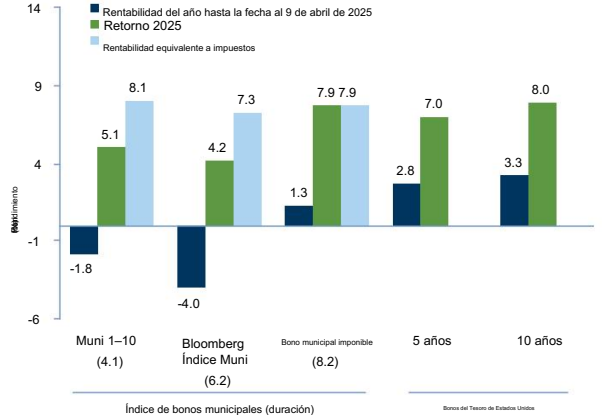
A su vez, los bonos municipales superaron a los bonos del Tesoro estadounidense a cinco años en términos de equivalencia fiscal el año pasado, después de haber quedado rezagados a principios del año (véase el Gráfico 200).

Una vez eliminado el exceso de política monetaria, el rendimiento de los bonos municipales en 2026 dependerá principalmente de los fundamentos del emisor. Los ingresos fiscales estatales y locales totales aumentaron un 4,5 % hasta el segundo trimestre de 2025, en línea con la tasa de crecimiento mediana a largo plazo (véase el Gráfico 201). Si bien los estados prevén un crecimiento de los ingresos más moderado, del 0,6 %, en el año fiscal 2026, han reducido proporcionalmente sus planes de gasto.

Se proyecta que el gasto aumente solo un 1,3 % en 2026, una reducción notable con respecto al ritmo del 6 % del año pasado. Además de ajustarse a un crecimiento más moderado de los ingresos, los emisores se enfrentan a la inflación de los costos médicos y de los proyectos, las presiones para acceder a la vivienda y la disminución del apoyo financiero federal. De hecho, cada vez más estados están proyectando un aumento absoluto.

### Anexo 200: Desempeño municipal en 2025 Índices de bonos

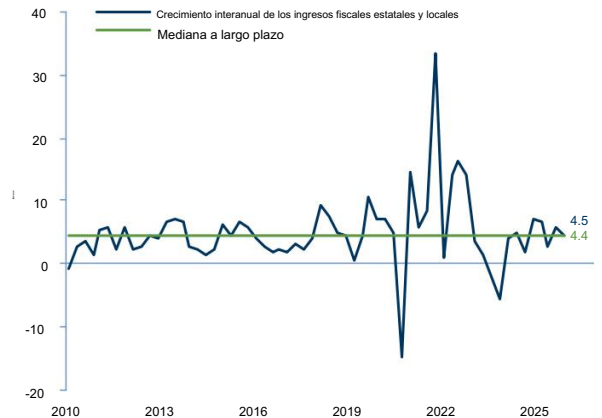
El año pasado, los bonos municipales superaron a los bonos del Tesoro estadounidense a cinco años en términos de equivalencia fiscal, después de haber quedado rezagados a principios de año.



Datos al 31 de diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Barclays.  
El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

### Gráfico 201: Crecimiento interanual de los ingresos fiscales estatales y locales

El crecimiento de los ingresos está en línea con la mediana de largo plazo.



Datos hasta el segundo trimestre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics, Oficina del Censo.

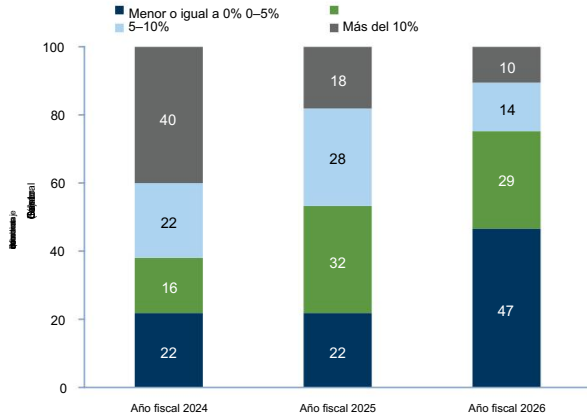
Disminuciones en el gasto del fondo general (GF) en el año fiscal 2026 en comparación con años anteriores (véase el Gráfico 202). Aun así, consideramos que esta combinación de crecimiento positivo de los ingresos y disciplina del gasto representa prudencia fiscal, no estrés presupuestario.

Nuestra opinión se sustenta en la existencia de amplios fondos de reserva. Estos fondos de estabilización presupuestaria permiten a los estados reservar ingresos excedentes para futuros déficits. El estado promedio mantiene actualmente saldos de reserva equivalentes al 14,4 % del gasto del Fondo de Reserva, aproximadamente cuatro veces la mediana de las últimas cuatro décadas y cerca de máximos históricos (véase el Gráfico 203).

PERSPECTIVAS 2026

Gráfico 202: Cambio en el gasto del Fondo General  
Basado en los Presupuestos Estatales Preliminares de 2026

Más estados están proyectando caídas rotundas en el gasto del fondo general en el año fiscal 2026 que en años anteriores.

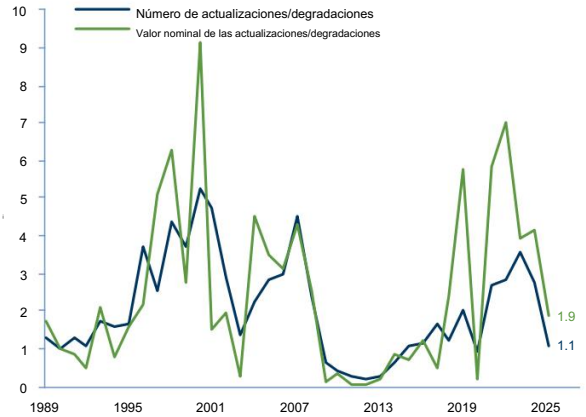


Datos a noviembre de 2025.

Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, Asociación Nacional de Funcionarios de Presupuesto Estatal.

Anexo 204: Índices de mejora y degradación de Emisores de bonos municipales

En 2025, las actualizaciones superaron a las degradaciones, pero por menos que en los dos años anteriores.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Moody's Investors Service.

Gráfico 203: Saldos del fondo de emergencia del gobierno estatal vs. el gasto del fondo general El saldo de emergencia del gobierno estatal promedio es aproximadamente cuatro veces su mediana histórica y está cerca de sus máximos históricos.



Datos hasta noviembre de 2025. Pronóstico hasta 2026.

Fuente: Grupo de Estrategia de Inversión, Asociación Nacional de Funcionarios de Presupuesto Estatal. Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Anexo 205: Diferencial de los préstamos municipales de 1 a 10 años Bonos sobre bonos del Tesoro

Los bonos municipales parecen tener un precio razonable, con un diferencial incremental en relación con los rendimientos de los bonos del Tesoro en torno a los niveles medios.



Datos hasta diciembre de 2025.

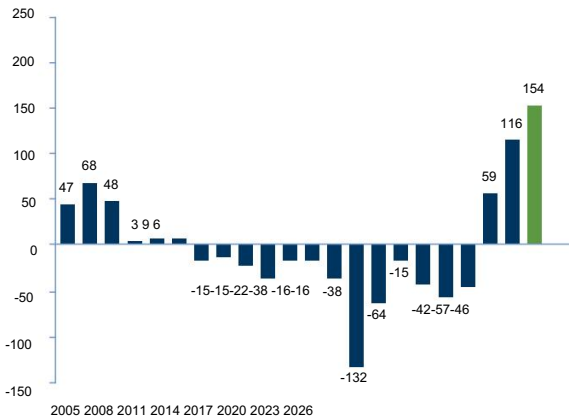
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Barclays.

En este contexto, las tendencias crediticias siguen siendo favorables. Durante el tercer trimestre de 2025, Moody's elevó la calificación de 298 emisores y rebajó la de 279, lo que implica una relación entre la mejora y la rebaja de 1,1 (véase el Anexo 204). En términos de valor nominal, la relación se situó en 1,9. Si bien ambas relaciones fueron inferiores a las del año anterior, se mantuvieron por encima de 1,0 en términos absolutos.

Más allá de los fundamentos del emisor, la interacción entre los diferenciales y los flujos municipales también determinará los retornos. Los bonos municipales parecen tener un precio razonable, con el diferencial actual de rendimiento después de impuestos, de duración igualada, frente a los bonos del Tesoro estadounidense, en línea con su mediana a largo plazo de 80 puntos básicos (véase el Gráfico 205). En cuanto a los flujos, la oferta se ve impulsada al alza por una combinación de factores, entre ellos

### Gráfico 206: Oferta neta de bonos municipales de EE. UU.

Se espera que la oferta neta de bonos municipales aumente más del 30% en 2026.

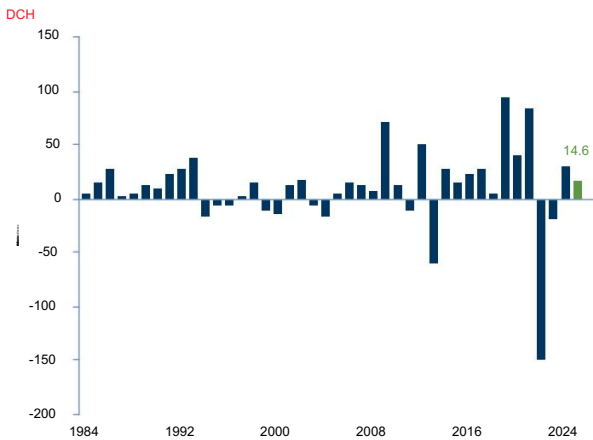


Datos hasta noviembre de 2025. Pronóstico hasta 2026.  
 Nota: La estimación de la oferta neta para 2026 es un promedio de las estimaciones de tres corredores-distribuidores.  
 Fuente: Investment Strategy Group, JP Morgan, Morgan Stanley, Barclays.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

### Gráfico 207: Flujos netos hacia bonos municipales ETF y fondos mutuos

Los fondos mutuos y los ETF han experimentado dos años consecutivos de entradas de capital.



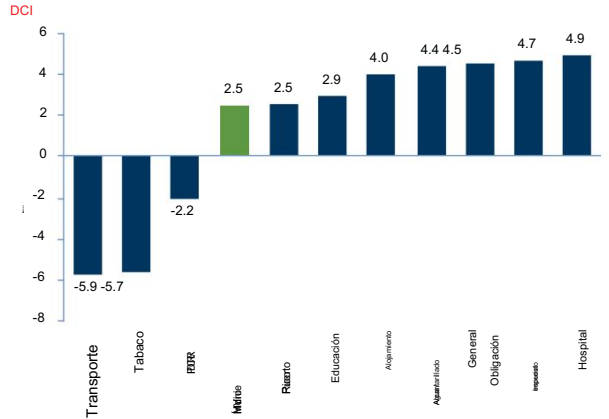
Datos hasta el 24 de diciembre de 2025.  
 Nota: Los datos anteriores a 2006 solo incluyen fondos mutuos. Para 2025, utilizamos datos mensuales hasta noviembre de 2025 y flujos de fondos semanales a partir de entonces.  
 Fuente: Investment Strategy Group, Haver Analytics, Investment Company Institute.

Aumento de la inflación y los costos de construcción, aumento de las necesidades de infraestructura y menor apoyo federal. Como se observa en el Gráfico 206, se espera que la oferta neta resultante de bonos municipales aumente más del 30% este año.

De 116 mil millones a 154 mil millones de dólares.

### Anexo 208: Bono municipal de alto rendimiento Devoluciones 2025

Los sectores de transporte, tabaco e IDR/PCR quedaron rezagados respecto del índice municipal más amplio durante 2025.



Datos al 31 de diciembre de 2025.  
 Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Barclays.

Si bien una mayor oferta podría resultar en mayores diferenciales de los bonos municipales, prevemos que las entradas de fondos absorberán la mayor parte de esta emisión. Los fondos mutuos y los ETF acumulan dos años consecutivos de entradas (véase el Gráfico 207), una tendencia que prevemos que continuará en 2026. La demanda también ha sido sólida en las cuentas de gestión independiente (SMA), una fuente de apoyo a menudo subestimada que no se refleja en los datos tradicionales sobre flujos de fondos. Este canal ha crecido un 7% en los últimos cuatro años, superando ampliamente el crecimiento del 1,3% del mercado general de bonos municipales.

El impacto neto de estos factores apunta a diferenciales municipales ligeramente más amplios, junto con mayores rendimientos de los bonos del Tesoro. A su vez, esperamos una rentabilidad nominal de aproximadamente el 2,3% alrededor del 4,3% sobre una base impositiva equivalente—para los bonos municipales con grado de inversión en 2026.

#### Bonos municipales de alto rendimiento de EE. UU.

El año pasado recordó a los inversores en bonos municipales de alto rendimiento que unas pocas manzanas podridas pueden arruinar el resto. Un solo emisor se convirtió en el mayor detractor, con mayores costos operativos, un número de pasajeros menor al esperado y una elevada carga de deuda que lastra la calidad crediticia.

#### Debilidad adicional en los ingresos por desarrollo industrial/

Los ingresos por control de la contaminación (IDR/PCR) y los bonos del tabaco también contribuyeron (véase el Gráfico 208). Estos desafíos específicos de cada emisor dominaron la rentabilidad en 2025, lo que dejó a los bonos municipales de alto rendimiento con un alza del 2,5% y unos 180 puntos básicos por debajo del índice general de bonos municipales.

Más allá de estas tensiones específicas del emisor, los fundamentos subyacentes siguen siendo sólidos. Excluyendo el

## PERSPECTIVAS 2026

## Gráfico 209: Tasa de dificultades en el universo de bonos municipales de alto rendimiento (Ej. Brightline)

La proporción de bonos que se negocian a niveles de riesgo se sitúa cerca de mínimos históricos.



En el emisor individual mencionado anteriormente, la proporción de bonos que cotizan a niveles de riesgo (es decir, con diferenciales superiores a 750 puntos básicos) se sitúa en tan solo el 0,5%, muy por debajo de la mediana a largo plazo del 3,2% (véase el Gráfico 209). Las tasas de impago de los bonos municipales de alto rendimiento también se mantienen por debajo de las observadas en el crédito corporativo de alto rendimiento.

Como reflejo de estos sólidos fundamentos, los diferenciales de los bonos municipales de alto rendimiento se sitúan aproximadamente 70 puntos básicos por debajo de su mediana a largo plazo (véase el Gráfico 210). Si bien esto reduce el margen para la compresión de los diferenciales, prevemos que el atractivo rendimiento del sector, las bajas tasas de impago y la emisión mesurada respaldarán rentabilidades positivas de un solo dígito, de entre un dígito bajo y un dígito medio, en 2026.

Crédito corporativo de alto rendimiento de EE. UU.

A pesar de los sólidos rendimientos de los bonos corporativos de alto rendimiento del año pasado (véase el Gráfico 211), persisten las dudas sobre una posible desaceleración del crédito. Estas preocupaciones son comprensibles: los diferenciales actuales de los bonos de alto rendimiento se sitúan en el 10% inferior de las observaciones históricas, un nivel que, naturalmente, aviva la preocupación por los riesgos infravalorados.

Al evaluar esta vulnerabilidad, es fundamental centrarse en los factores que, en última instancia, impulsan los ciclos crediticios. Históricamente, las pérdidas se han debido menos al origen de los diferenciales de crédito y más a la trayectoria de la economía. En este sentido, nuestro pronóstico sitúa la probabilidad de una recesión en el próximo año en tan solo un 25%. El crecimiento continuo del PIB estadounidense por encima de la tendencia, como esperamos, también debería ayudar a limitar las pérdidas por impago, dadas las ventas predominantemente nacionales de los emisores de alto rendimiento.

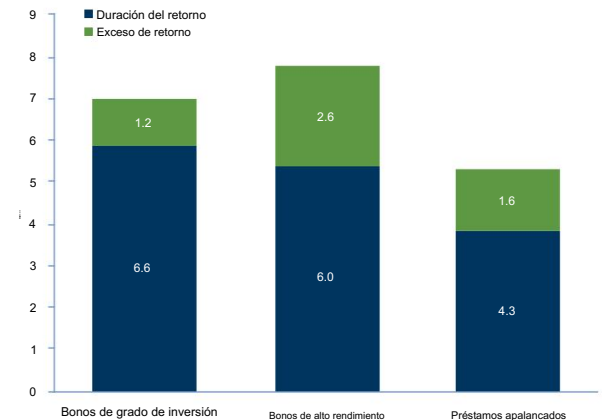
## Gráfico 210: Diferenciales de los bonos municipales de alto rendimiento

Los diferenciales de los bonos municipales de alto rendimiento se sitúan por debajo de su mediana de largo plazo a pesar del estrés en varios emisores individuales.



## Anexo 211: Activos de renta fija corporativa Rendimiento en 2025

El crédito corporativo generó fuertes retornos absolutos, superando a los bonos del Tesoro.



También es fundamental distinguir entre los diferenciales que son simplemente bajos y aquellos que lo son injustificadamente. Hoy en día, los diferenciales bajos reflejan principalmente un entorno de pagos inusualmente benigno. Como se observa en el Gráfico 212, la tasa de impago de los bonos de alto rendimiento ha sido inferior a los niveles actuales solo el 5% del tiempo durante las últimas dos décadas.

Gráfico 212: Tasas de incumplimiento de los últimos 12 meses para préstamos de alto rendimiento y préstamos bancarios de EE. UU.

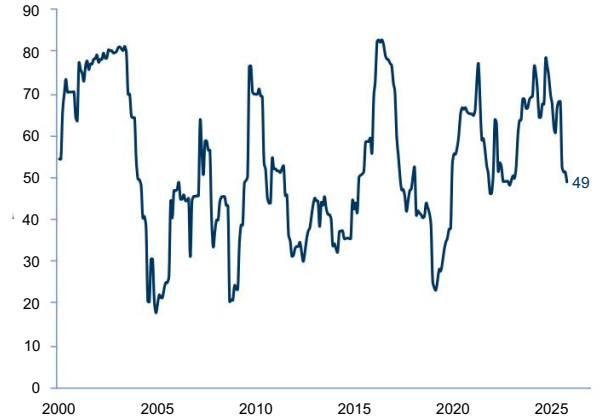
La tasa de incumplimiento de los bonos estadounidenses de alto rendimiento se ha mantenido baja, pero ha aumentado en el caso de los préstamos.



Datos hasta julio de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, JP Morgan.

Anexo 214: Pérdida de alto rendimiento dada la tasa de incumplimiento

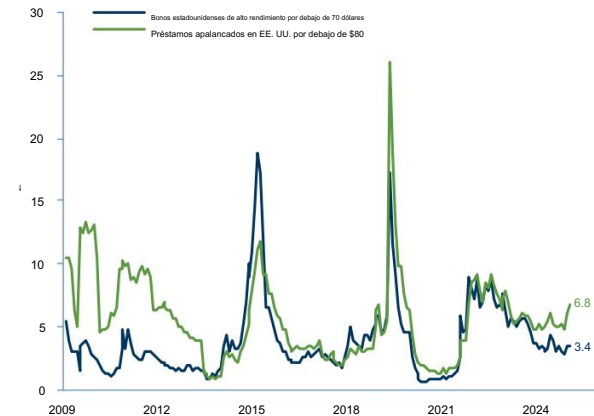
La gravedad de las pérdidas se ha mantenido contenida, lo que pone de relieve que el estrés crediticio es manejable y no sistémico.



Datos hasta noviembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Gráfico 213: Tasas de interés de los préstamos apalancados y bonos de alto rendimiento de EE. UU.

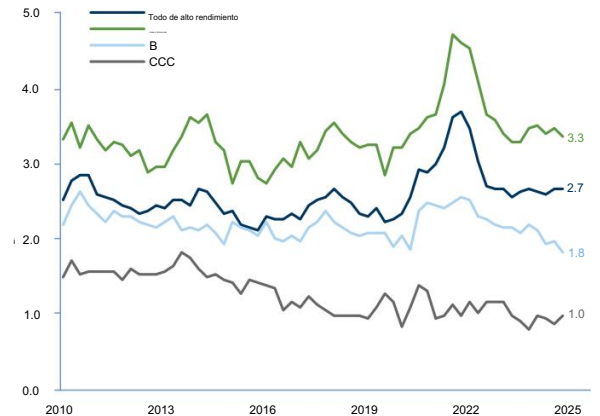
Las tasas de interés de los bonos de alto rendimiento siguen siendo bajas, mientras que las de los préstamos apalancados han aumentado.



Datos hasta noviembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, JP Morgan.

Gráfico 215: Índices de cobertura de intereses de los bonos de alto rendimiento de EE. UU., por calificación

Las empresas de alto rendimiento con calificaciones más bajas han experimentado un deterioro en sus ratios de cobertura de intereses.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.  
Nota: La cobertura de intereses se mide utilizando la relación entre el EBIT y los gastos por intereses.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

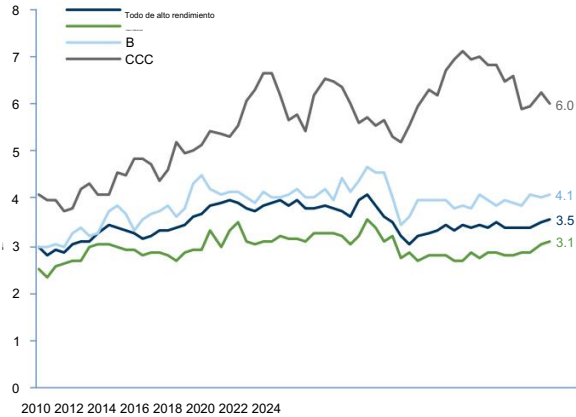
Si bien los impagos de bonos de alto rendimiento aumentaron ligeramente en 2025 en medio de varias reestructuraciones importantes, se mantienen lejos de los niveles típicamente asociados con las crisis crediticias. En consonancia con esto, la proporción de emisores de bonos de alto rendimiento que cotizan en niveles de riesgo —un indicador clave de estrés crediticio— se mantiene muy por debajo del promedio histórico (véase el Gráfico 213). La gravedad de las pérdidas también se ha mantenido contenida, lo que refuerza la opinión de que el estrés crediticio, cuando existe, sigue siendo manejable y no sistémico (véase el Gráfico 214).

La composición del mercado limita aún más el riesgo de un contagio más amplio. Los emisores de mayor calidad, que constituyen la mayoría del mercado, siguen mostrando una cobertura de intereses comparativamente sólida (véase el Gráfico 215). La menor cobertura de intereses se concentra en los emisores con peor calificación crediticia, pero estos representan una proporción menor del mercado. A pesar de estas diferencias en la cobertura de intereses, el apalancamiento de alto rendimiento se mantiene por debajo de los niveles pre-COVID y muy por debajo de los picos previos de finales de ciclo (véase el Gráfico 216).

PERSPECTIVAS 2026

Gráfico 216: Ratio de apalancamiento dentro de las empresas  
Alto rendimiento, por calificación

El apalancamiento de alto rendimiento se mantiene por debajo de los niveles previos a la COVID-19 y muy por debajo de los picos anteriores de finales del ciclo.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.

Nota: Apalancamiento medido por la relación deuda neta / EBITDA.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Si bien se espera que la oferta de alto rendimiento aumente este año (véase el Gráfico 217), la emisión de deuda de prestatarios más débiles ha disminuido considerablemente en la última década. Además, la mayor parte de este aumento de la oferta se debe a la refinanciación, no a un endeudamiento agresivo.

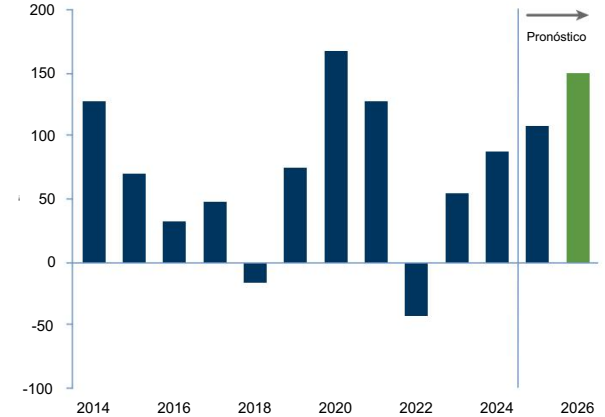
Dentro del alto rendimiento corporativo, los bonos poseen fundamentos más sólidos que los préstamos apalancados. En la última década, los préstamos han visto una creciente proporción de emisores con menor calificación crediticia. Además, la proporción de préstamos apalancados que cotizan en niveles de riesgo ha superado los promedios a largo plazo (véase el Gráfico 213). Este deterioro se refleja en tasas de impago y pérdidas por impago persistentemente más altas (véase el Gráfico 212).

Para 2026, preveemos que la flexibilización de las condiciones crediticias y un contexto macroeconómico resiliente limiten el aumento de las tasas de impago. Nuestros modelos proyectan tasas de impago ponderadas por paridad del 1,8 % para los bonos de alto rendimiento y del 4,3 % para los préstamos apalancados. Si bien los préstamos bancarios ofrecen aproximadamente 190 puntos básicos de diferencial incremental en comparación con los bonos de alto rendimiento, un mayor riesgo de impago los hace más vulnerables a diferenciales más amplios que los bonos este año.

Si bien se espera una ligera ampliación de los diferenciales debido al ligero debilitamiento de los fundamentos y al aumento de la oferta de bonos corporativos, los ingresos proporcionan un colchón significativo. Por ejemplo, incluso con una supuesta ampliación de los diferenciales de 65 puntos básicos este año, seguimos esperando que los bonos de alto rendimiento generen alrededor de 2 puntos porcentuales de rentabilidad superior a la de los bonos del Tesoro con vencimiento comparable. Como se muestra en el Gráfico 218, esperamos atractivas rentabilidades de un dígito medio este año.

Anexo 217: Valores corporativos de alto rendimiento de EE. UU.  
Oferta de bonos

Preveemos un fuerte aumento en la oferta de bonos estadounidenses de alto rendimiento en 2026.



Datos hasta octubre de 2025. Pronóstico hasta 2026.

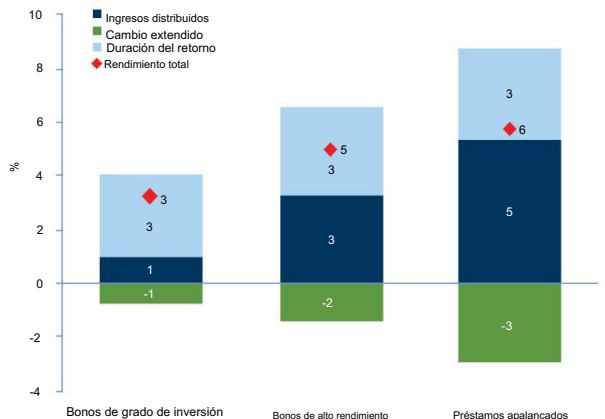
Nota: La oferta neta se calcula como la emisión bruta menos los reembolsos y se ajusta a los flujos previstos del banco central. Las cifras de crédito se ajustan a los ángeles caídos, las estrellas en ascenso y los impagos.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Anexo 218: Declaración de crédito corporativo de EE. UU.  
Pronósticos

Proyectamos que el crédito ofrecerá retornos de un dígito medio a pesar de una modesta ampliación de los diferenciales.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

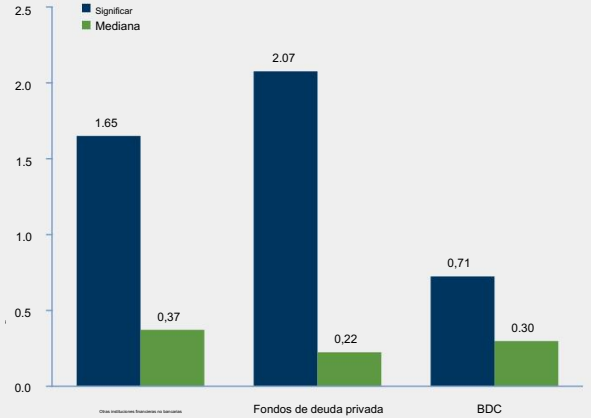
**Crédito privado: ¿Por qué comparar las hipotecas subprime?**  
Faltar

Los titulares recientes han avivado el temor de que el crédito privado podría ser la próxima subprime. El rápido crecimiento de esta clase de activos durante la última década (véase el Gráfico 219), sumado a una serie de quiebras y acusaciones de fraude de alto perfil, ha transformado la narrativa: desde la percepción aislada de las pérdidas crediticias, se ha preocupado por sus efectos secundarios sistémicos. El informe del Wall Street Journal<sup>81</sup> sobre el aumento de los pagos en algunas partes del universo BDC ha reforzado esas preocupaciones.

Si bien estas preocupaciones son comprensibles, la pregunta crucial es si la tensión crediticia privada puede transmitirse significativamente al sistema bancario en general. En nuestra opinión, dicha vinculación sigue siendo limitada. Los préstamos de los bancos al crédito privado representan solo aproximadamente el 4,2 % de su exposición total a instituciones financieras no bancarias (IFNB). Estas líneas de crédito suelen tener garantías preferentes, plazos cortos y sobrecolateralización, y las probabilidades de impago calculadas por los propios bancos para estas exposiciones son menores que para otros préstamos de IFNB (véase el Gráfico 220). Incluso en el escenario de severa reducción de las pruebas de estrés anuales de la Reserva Federal, los ratios de capital y liquidez del sistema bancario solo se vieron afectados marginalmente (véase el Gráfico 221).

**Gráfico 220: Probabilidades de impago de préstamos a entidades de crédito privadas y otras instituciones financieras no tradicionales**

Las probabilidades medias de impago de los préstamos privados y de las BDC son inferiores a las de otros préstamos NDFI, según estimaciones bancarias.



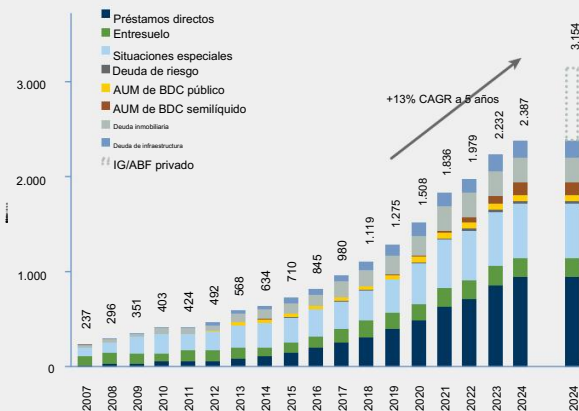
Datos hasta el cuarto trimestre de 2024.

Fuente: Investment Strategy Group, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Berrospide, Jose, Fang Cai, Siddhartha Lewis-Hayre y Filip Zikes (2025).

"Préstamos bancarios frente al crédito privado: Tamaño, características e implicaciones para la estabilidad financiera", Notas de la Reserva Federal. Washington: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, 23 de mayo de 2025, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3802>.

**Gráfico 219: Activos de crédito privado bajo gestión** Los activos de crédito privado han

crecido significativamente desde la crisis financiera mundial.

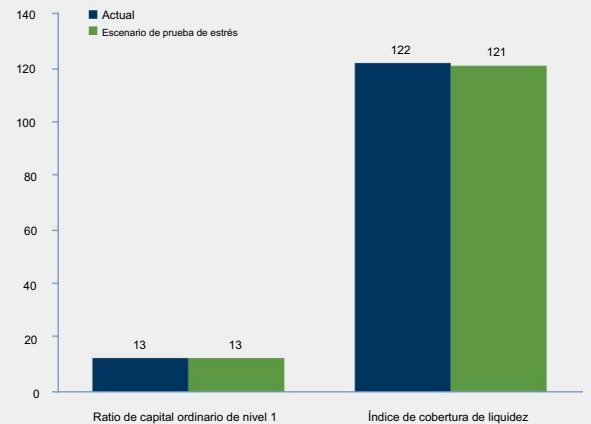


Datos hasta 2024.

Fuente: Investment Strategy Group, PitchBook, Preqin, LSEG Data and Analytics, BDC Collateral, Goldman Sachs Global Investment Research.

**Anexo 221: Coeficiente regulatorio de la Reserva Federal**  
Prueba de estrés sobre los préstamos a fondos de crédito privados

Los ratios de capital y liquidez del sistema bancario se mantienen saludables, incluso en un escenario de severa reducción de la actividad.



Datos al cuarto trimestre de 2024.

Fuente: Investment Strategy Group, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Berrospide, Jose, Fang Cai, Siddhartha Lewis-Hayre y Filip Zikes (2025).

"Préstamos bancarios frente al crédito privado: Tamaño, características e implicaciones para la estabilidad financiera", Notas de la Reserva Federal. Washington: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, 23 de mayo de 2025, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3802>.

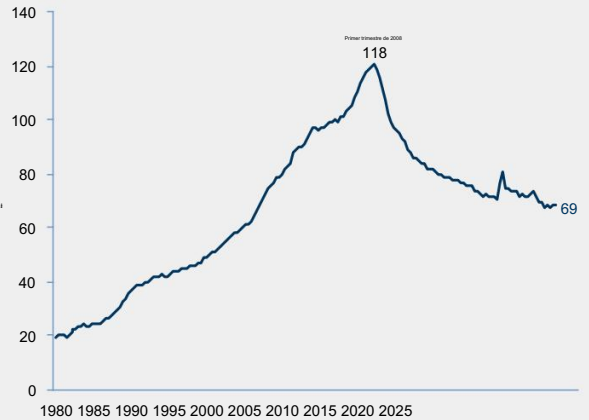
Esta distinción ayuda a explicar por qué la tensión crediticia privada difiere de los eventos crediticios sistémicos anteriores. A diferencia de las hipotecas subprime —donde el riesgo estaba integrado en instrumentos de mercado ampliamente distribuidos, con transmisión directa del balance a los bancos—, la tensión crediticia privada actual se concentra en exposiciones ilíquidas a medida, con una vinculación sistémica limitada. Los eventos crediticios destacados en la prensa abarcan sectores dispares —incluyendo la industria automotriz subprime, la financiación al comercio, las telecomunicaciones y la financiación especializada— y comparten características comunes: problemas específicos de los prestatarios, presuntos fraudes, controles deficientes y problemas de garantías, en lugar de un catalizador macroeconómico común. Cabe destacar que varios de los casos más destacados citados en la prensa no involucraron exposición al crédito privado en absoluto.

Además, el contexto actual de apalancamiento no se asemeja a las condiciones que precedieron a eventos crediticios sistémicos anteriores. El apalancamiento de las empresas no financieras en relación con el PIB ha disminuido desde los picos de la pandemia y se sitúa por debajo de los máximos del ciclo anterior, mientras que el apalancamiento dentro del sistema financiero se mantiene significativamente inferior al registrado antes de la crisis financiera mundial (véase el Gráfico 222). En episodios de crisis anteriores, la concentración del apalancamiento dentro del sistema financiero amplificó la transmisión del estrés crediticio; sin embargo, es crucial que esta situación no se repita en la actualidad.

Gráfico 222: Deuda respecto del PIB de las entidades financieras estadounidenses

### Instituciones

Las instituciones financieras se han desapalancado significativamente después de la crisis financiera mundial.



Datos hasta el segundo trimestre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Reserva Federal, Haver Analytics.

En resumen, parece más probable que las pérdidas de crédito privado sean idiosincrásicas y específicas de cada gestor de inversiones, en lugar de ser una señal del próximo evento crediticio sistémico.

### Perspectivas del crédito europeo

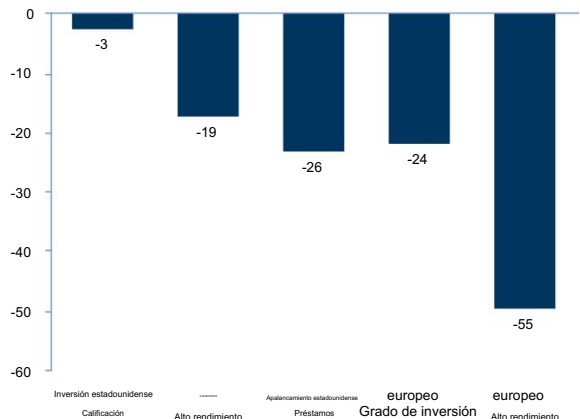
Los diferenciales de crédito europeos se ajustaron significativamente más que sus contrapartes estadounidenses en 2025 (véase el gráfico 223), recuperando gran parte del bajo rendimiento experimentado tras la invasión de Ucrania en 2022.

Este desempeño superior estuvo respaldado por un crecimiento más resistente de lo esperado en la zona del euro, así como por una expansión fiscal inesperada en Alemania.

Es probable que el aumento de la oferta corporativa presione al alza los diferenciales de crédito globales este año. En Europa, dicha presión debería ser más contenida, ya que una mayor proporción del mercado europeo se concentra en sectores que ya se han refinanciado y han reducido sus necesidades de emisión a corto plazo. Las empresas financieras constituyen alrededor del 40% del índice europeo de grado de inversión, en comparación con aproximadamente el 30% en EE. UU. (véase el Gráfico 224). Los bancos europeos han extendido los vencimientos de su deuda mediante refinanciacines activas en los últimos años. Por el contrario, el grado de inversión estadounidense está más sesgado hacia sectores con mayores necesidades de emisión previstas, como la tecnología y los servicios públicos. Estas diferencias sugieren que es probable que la oferta ejerza menos presión al alza sobre los diferenciales de crédito en Europa que en EE. UU.

### Gráfico 223: Cambio en EE. UU. y Europa en 2025 Spreads de crédito

Los diferenciales de crédito europeos se redujeron más que los de sus homólogos estadounidenses en 2025.



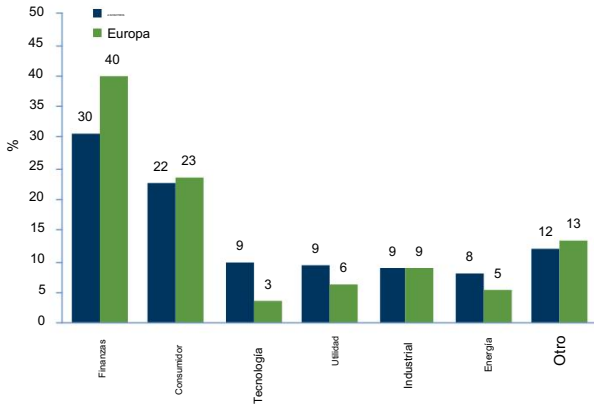
Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

### Anexo 224: Grado de inversión europeo y estadounidense Desglose de la industria

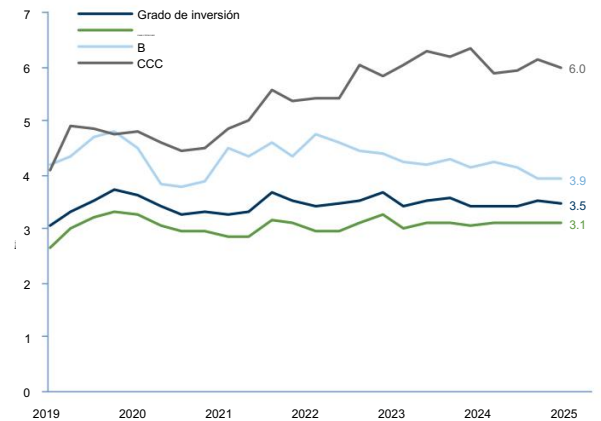
El grado de inversión europeo tiene una menor concentración en servicios públicos y tecnología, donde se proyecta que la oferta aumentará.



Datos a octubre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

### Gráfico 226: Ratios de apalancamiento para las entidades no financieras europeas Alto rendimiento financiero, por calificación

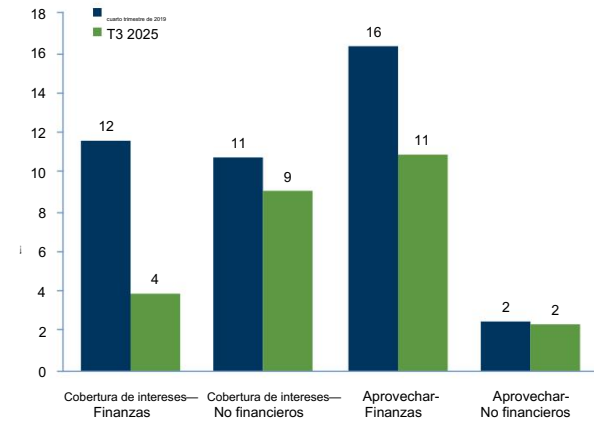
Los ratios de apalancamiento han aumentado para el segmento con calificación más baja.



Datos hasta el tercer trimestre de 2025.  
Nota: Los ratios fundamentales muestran la media recortada, es decir, excluyen el 10% superior e inferior de las empresas. El apalancamiento se mide mediante la relación deuda neta/EBITDA.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

### Anexo 225: Grado de inversión europeo Métricas de crédito

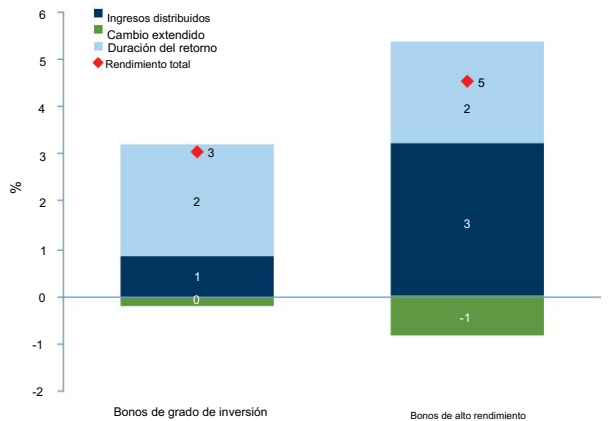
Hemos observado un modesto deterioro en los ratios de cobertura de intereses en Europa.



Datos al tercer trimestre de 2025.  
Nota: Los ratios fundamentales muestran la media recortada, es decir, excluyen el 10% superior e inferior de las empresas. La cobertura de intereses se mide mediante el ratio EBIT/gastos por intereses. El apalancamiento se mide mediante el ratio deuda neta/EBITDA.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

### Anexo 227: Crédito corporativo europeo Pronósticos de retorno

Proyectamos rendimientos positivos para el crédito europeo a pesar de la modesta ampliación de los diferenciales.



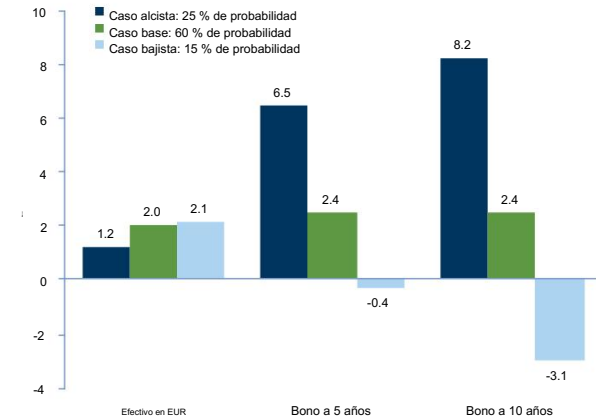
Datos al 31 de diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.  
Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Más allá de la dinámica de la oferta, los fundamentos crediticios agregados en Europa son, en general, resilientes, aunque se ha observado cierto deterioro marginal. Como se muestra en el Gráfico 225, la cobertura mediana de los intereses, tanto en las entidades financieras con grado de inversión como en las no financieras, ha disminuido. Este deterioro es más pronunciado en

El segmento CCC con la calificación más baja del mercado de alto rendimiento, donde las métricas crediticias han empeorado significativamente en los últimos años (véase el Gráfico 226). En Europa, este grupo se ha concentrado cada vez más en un pequeño número de emisores con dificultades idiosincrásicas, muchos de los cuales se encuentran actualmente en negociaciones de reestructuración.

## Gráfico 228: Escenarios de rendimiento total para 2026 Bunds alemanes

Es probable que los bonos alemanes superen modestamente al efectivo.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

Como resultado, es probable que cualquier aumento en los pagos de bonos de alto rendimiento europeos en 2026 se mantenga concentrado en lugar de ser generalizado.

Con base en lo anterior, preveemos que la ampliación de los diferenciales entre los bonos de grado de inversión y de alto rendimiento en Europa será moderada, mayor que en Estados Unidos. Se espera que los diferenciales de grado de inversión europeos se amplíen aproximadamente 5 puntos básicos, lo que aún debería respaldar un pequeño exceso de rentabilidad en relación con los bonos del gobierno alemán (véase el Gráfico 227).

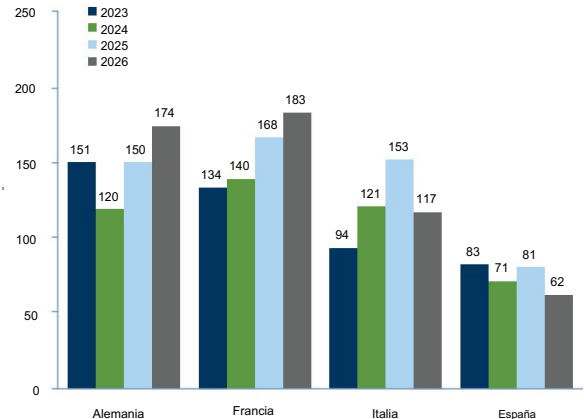
### Bonos gubernamentales europeos

El rendimiento de los mercados de bonos europeos fue muy divergente el año pasado. Los bonos alemanes tuvieron un rendimiento inferior a la media a medida que la política fiscal se relajaba, lo que elevó las primas de plazo ante las expectativas de una mayor oferta. Los rendimientos de los bonos del Estado británicos cayeron tras tres recortes de tipos del Banco de Inglaterra, pero su brecha de valoración con respecto a sus pares solo se cerró parcialmente en medio de la persistente incertidumbre fiscal y política. Mientras tanto, los diferenciales en los mercados semicentrales y periféricos se estrecharon al finalizar el ciclo de recortes del BCE. Una mayor claridad sobre el punto final de la política monetaria redujo la incertidumbre sobre los tipos y la volatilidad del mercado de bonos, lo que aumentó el atractivo ajustado al riesgo de estos segmentos de mayor rendimiento.

Esperamos que el próximo año sea igualmente diferenciado, reflejando las distintas trayectorias fiscales, los puntos finales de las políticas y los perfiles de riesgo político de cada área, como analizamos a continuación.

## Anexo 229: Bono neto disponible de forma privada de 2026 Pronóstico de la oferta en la eurozona

Se espera que la oferta neta de bonos privados disponibles en la eurozona aumente en Alemania y Francia.



Datos hasta 2025. Pronóstico hasta 2026.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Goldman Sachs Global Banking & Markets.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

### Alemania

Es probable que los rendimientos de los bonos alemanes suban moderadamente, en línea con la fijación de precios de los tipos de interés a plazo y en consonancia con los patrones históricos tras el último recorte del BCE. Si bien a algunos inversores les preocupa que una política fiscal más laxa pueda ejercer una presión alcista adicional sobre las primas a plazo, nuestros modelos sugieren que los mercados ya han descontado un grado sustancial de flexibilización fiscal, lo que limita el margen para una mayor revalorización.

El aumento de los rendimientos que proyectamos es en gran medida mecánico.

Como se espera que las tasas de política monetaria se mantengan estables hasta 2026, los rendimientos aumentarán ligeramente con el tiempo simplemente a medida que transcurra el período de tasas planas, incluso si las expectativas de los inversores sobre la política futura no cambian.

Teniendo en cuenta estos factores, proyectamos que el rendimiento de los bonos alemanes a 10 años cerrará el año en 2,75–3,25%, con riesgos aproximadamente equilibrados en torno a nuestro caso central (véase el gráfico 228).

### Mercados periféricos

Somos relativamente constructivos respecto de los bonos periféricos en 2026 a pesar de su sólido desempeño el año pasado.

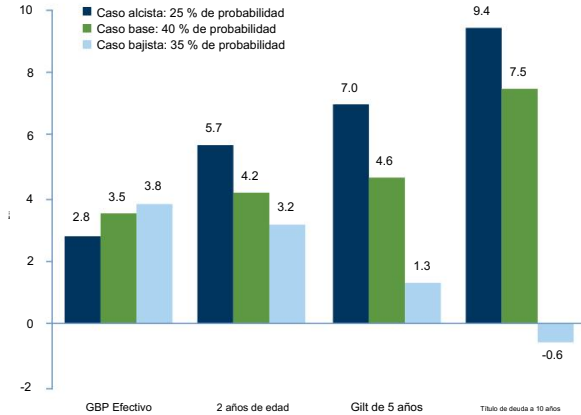
Estos mercados ofrecen ingresos atractivos, respaldados por curvas de rendimiento aún pronunciadas. Al mismo tiempo, la situación fiscal de los países periféricos ha mejorado, especialmente en comparación con Alemania, lo que justifica diferenciales más ajustados y contribuye a una menor emisión de bonos (véase el Gráfico 229).

Dicho esto, somos más cautelosos con los bonos franceses.

Históricamente, los diferenciales de los bonos gubernamentales europeos han

### Anexo 230: Escenarios de rentabilidad total para los bonos del Estado del Reino Unido en 2026

Esperamos que los bonos del Estado del Reino Unido tengan un buen desempeño en 2026, pero los riesgos son elevados.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisiones y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

tendió a ampliarse antes de las elecciones, lo que sugiere que los mercados podrían comenzar a descontar una prima de riesgo adicional para las elecciones presidenciales francesas de 2027 en la segunda mitad de 2026.

#### Reino Unido

Preveamos una trayectoria volátil a la baja en los rendimientos del Reino Unido este año, con importantes riesgos bilaterales en el camino. Esta presión a la baja refleja un crecimiento económico por debajo de la tendencia y la vuelta de la inflación al objetivo, lo que debería permitir al Banco de Inglaterra aplicar dos recortes de tipos adicionales en 2026, ligeramente superiores a los que anticipan los mercados.

Otros acontecimientos también contribuyen a reducir los rendimientos de los bonos en el Reino Unido.

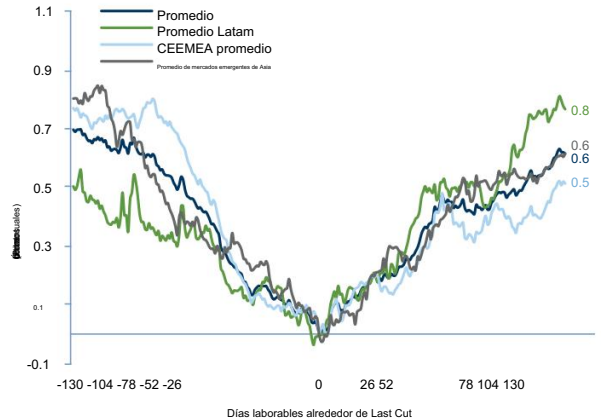
Una política fiscal más restrictiva lastra el crecimiento y contribuye a la disminución de la oferta de bonos. Al mismo tiempo, la emisión se inclina cada vez más hacia vencimientos más cortos, lo que reduce el riesgo de duración que el mercado debe absorber y apoya las valoraciones de los bonos del Estado.

Si bien se prevé una tendencia a la baja en los rendimientos, es improbable que la trayectoria sea fluida. Los riesgos políticos siguen siendo elevados, especialmente en torno a las elecciones locales del Reino Unido de mayo, y podrían generar periodos de volatilidad incluso en ausencia de un cambio en el régimen de políticas. Si bien preveamos que las reglas fiscales se mantendrán prácticamente sin cambios en nuestro escenario base, el riesgo de un resultado desfavorable para el mercado no es insignificante.

En nuestro caso central, esperamos que los rendimientos de los bonos del Estado a 10 años disminuyan al 4,00-4,50 % en 2026, lo que generará fuertes retornos totales (véase

### Gráfico 231: Tasas swap a 5 años de mercados emergentes en torno al Último recorte de la tasa de política

Los rendimientos de los mercados emergentes generalmente se han recuperado después del final de un ciclo de recortes.



Datos hasta 2025.

Nota: Los datos se basan en 42 ciclos de corte en 11 países (México, Brasil, Chile, Colombia, Polonia, Chequia, Hungría, Sudáfrica, Corea, India y Tailandia).

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros.

Gráfico 230). Aun así, la volatilidad futura en torno a los acontecimientos políticos respalda nuestra actual infraponderación táctica en duración en relación con nuestro índice de referencia de duración estratégica. También aboga por un ritmo de implementación más lento en renta fija británica de alta calidad, ya que es probable que surjan puntos de entrada más atractivos más adelante en el año.

#### Deuda local de mercados emergentes

La deuda en moneda local en los mercados emergentes repuntó con fuerza en 2025, gracias a un ciclo de flexibilización amplio y sincronizado que brindó un fuerte impulso al rendimiento impulsado por las políticas. Aproximadamente el 80% de los bancos centrales de mercados emergentes implementaron recortes de tasas el año pasado, debido a que la inflación sorprendió a la baja en muchos países. Si bien los anuncios del 2 de abril conllevaron un aumento de los aranceles estadounidenses para casi todos los países emergentes, el efecto neto resultó desinflacionario. La recuperación de la mayoría de las monedas reforzó este impulso desinflacionario, proporcionando un impulso adicional a la renta fija local.

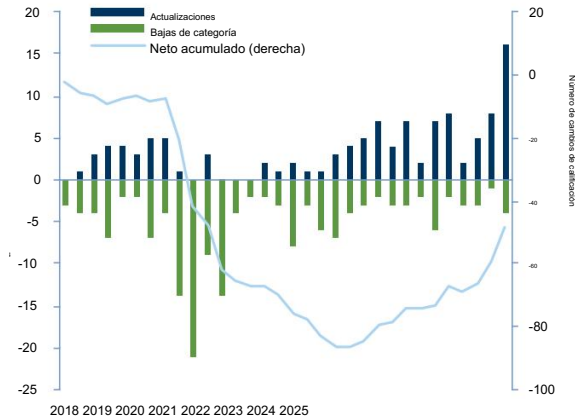
De hecho, la rentabilidad total resultante, del 17%, representó el mejor rendimiento para esta clase de activo en casi una década. Incluso la rentabilidad local del 7%, que excluye los efectos cambiarios, fue mejor que el rendimiento de 2024, ya superior al promedio.

Ese impulso político ya ha quedado prácticamente atrás. La mayoría de los bancos centrales de mercados emergentes están cerca del final de sus ciclos de flexibilización, y solo unos pocos bancos restantes tienen un margen significativo para aplicar medidas de flexibilización a partir de ahora, incluyendo países con tipos de interés oficiales elevados como Brasil y Turquía. Históricamente, los rendimientos locales de los mercados emergentes han...

## PERSPECTIVAS 2026

Anexo 232: Crédito soberano de mercados emergentes  
Cambios de calificación

Las mejoras en los fundamentos del crédito de los mercados emergentes han llevado a mejoras en las calificaciones en los últimos dos años.



Datos hasta el cuarto trimestre de 2025.

Nota: Basado en los 71 emisores que actualmente forman parte del índice Bloomberg Emerging Market USD Sovereign (límite del 10 % por país).

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Standard & Poor's, Fitch, Moody's.

se recuperaron después del final de los ciclos de recorte, lo que podría afectar los rendimientos del mercado local en 2026 (véase el gráfico 231).

Considerando nuestro pronóstico de ganancias modestas en las divisas, esperamos que la deuda local de mercados emergentes genere una rentabilidad de un dígito medio, con riesgos a la baja. Mantenemos una postura neutral respecto a esta clase de activo y preferimos ser selectivos, con una sobreponderación actual en las tasas de Brasil.

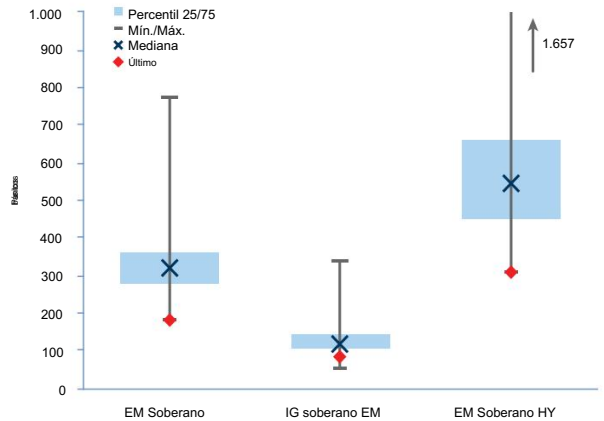
## Deuda en dólares de mercados emergentes

Los bonos soberanos en dólares de mercados emergentes superaron al crédito estadounidense el año pasado con una ganancia del 13%, un inusual exceso de retorno de cuatro puntos porcentuales en relación con los bonos de alto rendimiento estadounidenses. Los diferenciales de los bonos soberanos, tanto de grado de inversión como de alto rendimiento, se redujeron frente a sus homólogos estadounidenses. Este rendimiento superior está bien fundamentado, ya que los mercados emergentes han registrado dos años consecutivos sin impagos soberanos, tras una ola de impagos y reestructuraciones tras la COVID-19 y el estallido de la crisis entre Rusia y Ucrania.

Los mercados emergentes han registrado dos años consecutivos sin impagos soberanos, tras una ola de impagos y reestructuraciones tras la COVID-19 y el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania.

## Gráfico 233: Diferenciales de crédito del índice de bonos externos de mercados emergentes actuales en comparación con los últimos 10 años

Los diferenciales entre los segmentos de calificación están cerca de sus niveles más bajos de los últimos 10 años.



Datos al 31 de diciembre de 2025.

Nota: Datos basados en el índice Bloomberg Emerging Market USD Sovereign (límite del 10 % por país).

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

La mejora de los fundamentos crediticios se evidencia en el hecho de que las mejoras en la calificación soberana han superado consistentemente a las rebajas desde 2023 (véase el Gráfico 232), lo que ha dado como resultado una calificación general del índice que ahora es un nivel superior a la anterior.

En el crédito de mercados emergentes, el apetito por el riesgo se mantuvo elevado el año pasado. Los segmentos más afectados del mercado continuaron obteniendo mejores resultados, con países como Líbano, Bolivia y Ecuador generando rentabilidades totales superiores al 50%.

Si bien los desarrollos fundamentales del año pasado impulsaron una reducción significativa de los diferenciales, dicha compresión también ha dejado a la clase de activos con una valoración más completa y más vulnerable a las decepciones. Los diferenciales entre los segmentos de calificación se sitúan actualmente cerca de sus niveles más bajos de la última década, en torno al primer percentil (véase el Gráfico 233).

Como resultado, esperamos rendimientos de un solo dígito bajo de la deuda en dólares de los mercados emergentes.

Perspectivas mundiales de los productos básicos

Las materias primas deberían haber tenido un año excepcional en 2025. Los riesgos geopolíticos se intensificaron, los mercados petroleros enfrentaron repetidas interrupciones del suministro y el dólar estadounidense cayó un 9%. Sin embargo, a pesar de estos acontecimientos típicamente favorables, los precios al contado cerraron el año prácticamente sin cambios.

Ese aparente estancamiento enmascaró marcadas divergencias entre los mercados de materias primas: la energía y la agricultura tuvieron un desempeño inferior, mientras que los precios de los metales y el ganado subieron (véase el gráfico 234).

El petróleo, el de mayor peso en el amplio índice de materias primas, fue el principal lastre para el rendimiento. A pesar de las perturbaciones geopolíticas y el sólido crecimiento de la demanda, los precios se vieron presionados por el aumento repentino de la oferta. La OPEP+ sorprendió a los mercados al desmantelar rápidamente los recortes de producción. La oferta de países no pertenecientes a la OPEP también aumentó considerablemente, lo que provocó una importante acumulación de inventarios de petróleo observables. Dado que es poco probable que las reservas disminuyan significativamente a corto plazo, prevemos una mayor presión a la baja sobre los precios a medida que el mercado busca un suelo.

Si el petróleo fue la víctima, el oro fue el beneficiario. Su rentabilidad al contado del 65% el año pasado fue la más alta desde 1979 y marcó el tercer año consecutivo de ganancias de dos dígitos.

Las fuertes entradas de capital, tanto de los bancos centrales como de los inversores, impulsaron los precios en medio de las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal, la independencia de la Reserva Federal y el creciente riesgo geopolítico. Si bien la magnitud de los rendimientos es incierta, el sesgo direccional sigue siendo positivo.

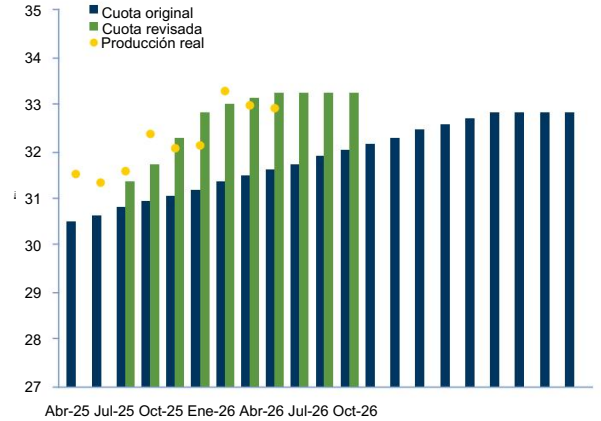
Mantenemos una postura neutral respecto a las materias primas en general, pero preferimos una exposición selectiva. Seguimos recomendando una ligera sobreponderación en uranio, donde un déficit estructural de oferta persistente ofrece una asimetría atractiva (véase la Sección I, Nuestras Tendencias Tácticas).

Petróleo: En busca de un piso

Los mercados petroleros estuvieron atrapados en un tira y afloja persistente el año pasado. El aumento constante de la oferta de países no pertenecientes a la OPEP, en particular

Gráfico 235: Cuotas básicas de la OPEP+ y cifras reales Producción de crudo

La OPEP+ optó por desmantelar los recortes a un ritmo acelerado y actualmente produce cerca de sus niveles de cuota establecidos.



Producción real hasta noviembre de 2025. Cuotas hasta diciembre de 2026. Nota: Se refiere a ocho países específicos que implementaron recortes voluntarios adicionales de producción: Arabia Saudita, Rusia, Irak, Kuwait, Emiratos Árabes Unidos, Kazajistán, Argelia y Omán.

Fuente: Investment Strategy Group, OPEP, DOE.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

de los EE. UU. y otros productores de todo el continente americano— Alzas limitadas. Al mismo tiempo, las preocupaciones puntuales sobre el suministro, vinculadas a los conflictos en Oriente Medio, la guerra entre Rusia y Ucrania y la aplicación más estricta de las sanciones energéticas, impidieron que los precios cayeran aún más.

Como las perturbaciones temidas no se materializaron, este equilibrio inestable se inclinó decisivamente hacia un exceso de oferta.

La OPEP+ desempeñó un papel desproporcionado en este cambio, al pasar de defender los precios con profundos recortes de la oferta a desmantelarlos agresivamente. El grupo primero restableció los 2,2 millones de barriles diarios de recortes voluntarios a partir de abril de 2025 y luego aceleró el ritmo mucho más allá de las expectativas.

Gráfico 234: Rentabilidad de las materias primas en 2025

Los productos básicos se mantuvieron estables el año pasado en términos agregados, pero con una amplia dispersión entre subcategorías.

	S&P GSCI	Energía	Agricultura	Metales industriales	Metales preciosos	Ganado
Precio promedio, 2025 vs. 2024 Precio spot	-1%	-11%	-1%	5%	44%	18%
Rentabilidad	0%	-16%	-8%	26%	71%	19%
Exceso de Rentabilidad*	3%	-9%	-12%	24%	62%	22%

Datos al 31 de diciembre de 2025.

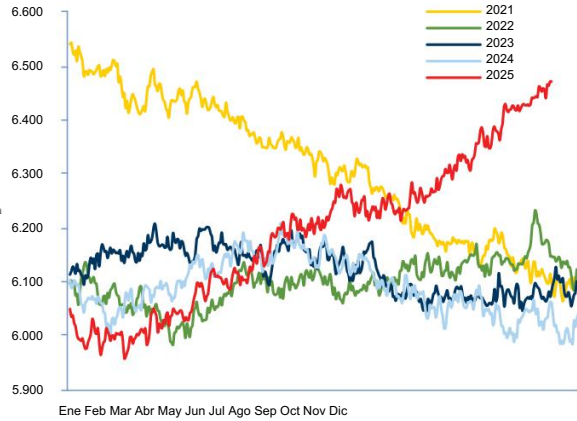
Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

\* El exceso de rentabilidad corresponde a la rentabilidad real de la inversión en el contrato del mes anterior y difiere de la rentabilidad del precio spot, dependiendo de la forma de la curva forward. Una curva con pendiente ascendente (contango) es negativa para la rentabilidad, mientras que una curva con pendiente descendente (backwardation) es positiva.

El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros. Invertir en materias primas conlleva un riesgo considerable y no es adecuado para todos los inversores.

### Gráfico 236: Petróleo global observable Inventarios

Los inventarios mundiales de petróleo han aumentado al nivel más alto desde marzo de 2021.



Datos hasta diciembre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, Kpler, IEA, DOE, Fujairah, International Singapore Enterprise, Longzhong, OilChem, PAJ, ARA PJK, Euroilstocks, Bloomberg.

Más adelante en el año (véase el Anexo 235). Inicialmente, las medidas se justificaron por la solidez de los fundamentos del mercado y los inventarios relativamente bajos de la OCDE. Sin embargo, el afán por recuperar la cuota de mercado perdida —y el deseo de Arabia Saudita de imponer disciplina presionando a los sobreproductores— también parece haber influido en la decisión.

El resultado fue un claro deterioro de los balances. A pesar del sólido crecimiento de la demanda de aproximadamente 0,8 millones de barriles diarios, el crecimiento de la oferta impulsó el mercado a un superávit, elevando los inventarios observables globales a su nivel más alto desde marzo de 2021 (véase el Gráfico 236). China absorbió una parte significativa del excedente, incrementando sus inventarios de crudo terrestre en la notable cifra de 100 millones de barriles.

La mayor acumulación desde la pandemia de 2020. Más allá de China, gran parte de esta acumulación de inventarios se produjo fuera de los principales centros de almacenamiento de la OCDE, vinculados a los precios de futuros. Como resultado, la acumulación general de existencias mundiales sobrestimó la presión bajista a corto plazo sobre los precios de referencia. Los inventarios en los lugares de entrega y fijación de precios se mantuvieron relativamente en línea con las normas históricas (véase el Gráfico 237).

Es probable que la oferta de países no pertenecientes a la OPEP siga creciendo en 2026, aunque a un ritmo más mesurado que en los últimos años.

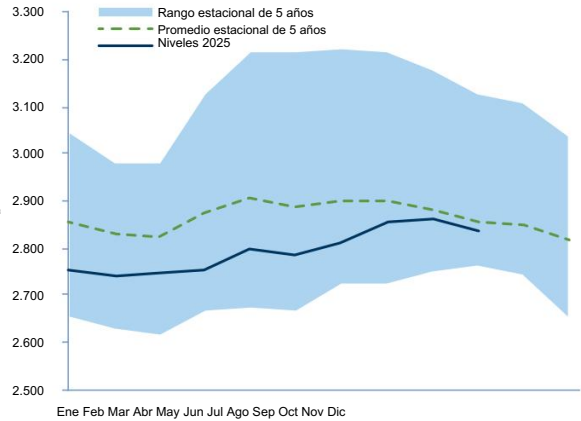
Es probable que la disciplina de capital, las disminuciones naturales de la producción en cuencas maduras y la inflación de costos moderen el crecimiento, incluso cuando entren en funcionamiento los proyectos aprobados a principios de la década.

Aun así, el crecimiento de la oferta de países no pertenecientes a la OPEP debería ser suficiente para satisfacer la demanda incremental.

Esperamos que el crecimiento económico mundial, similar a la tendencia actual, de alrededor del 3% sostenga la demanda aproximadamente al ritmo del año pasado, pero

### Anexo 237: Inventarios comerciales de petróleo de la OCDE

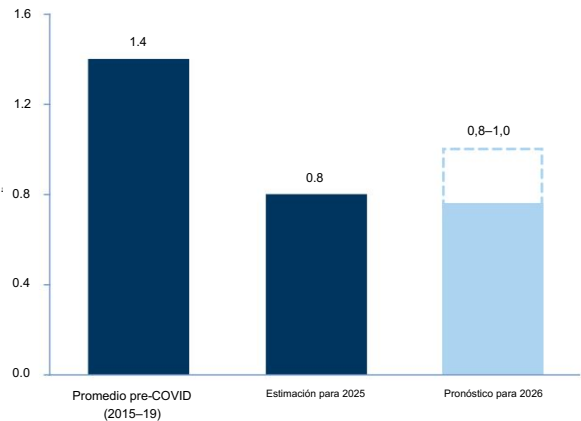
Las reservas de petróleo de la OCDE se mantienen en línea con el promedio de cinco años a pesar de los grandes aumentos en otras partes del mundo.



Datos hasta octubre de 2025.  
Fuente: Investment Strategy Group, AIE.

### Gráfico 238: Crecimiento anual de la demanda mundial de petróleo

Esperamos un crecimiento de la demanda similar en 2026 al del año pasado.



Datos hasta 2025. Pronóstico hasta 2026.  
Fuente: Investment Strategy Group, AIE.

Las previsiones son estimaciones basadas en supuestos, están sujetas a revisión y pueden cambiar según las condiciones económicas y de mercado. No se puede garantizar que se cumplan.

por debajo de los niveles pre-COVID (véase el Gráfico 238). En consecuencia, es improbable que la demanda absorba rápidamente el superávit proyectado. China seguirá siendo un factor decisivo, dado su énfasis en la seguridad energética y su tendencia a comprar de forma oportunista durante períodos de debilidad de precios.

En este contexto, la OPEP+ se enfrentará a su conocido dilema de si priorizar los precios o la participación en el mercado a medida que el superávit actual se extiende hasta 2026.

En nuestro caso base,

El grupo mantendrá la producción actual prácticamente sin cambios, lo que implica un aumento interanual de 0,7 a 0,8 millones de b/d.

Las sanciones y los riesgos geopolíticos también podrían ser influencias importantes en 2026. Las recientes acciones de cumplimiento de EE. UU.

Las sanciones contra los petroleros sancionados que transportan crudo venezolano ya han limitado la producción y las exportaciones, lo que ha impulsado los precios, que podrían intensificarse en un conflicto militar más amplio. Por el contrario, un alto el fuego entre Rusia y Ucrania podría reducir aún más los precios. Sin embargo, en nuestra opinión, Rusia tiene una capacidad limitada para aumentar la producción, y la mayoría de las sanciones occidentales probablemente se mantendrán vigentes. Libia e Irán siguen siendo factores impredecibles, dados los riesgos potenciales de suministro.

En resumen, prevemos que los precios del crudo WTI cerrarán 2026 en un rango de entre 50 y 70 dólares. Los riesgos se inclinan a la baja, especialmente en el primer semestre, cuando los balances débiles aumentan la probabilidad de que los precios superen el límite inferior de nuestro rango de pronóstico. En ese escenario, esperaríamos una respuesta de la oferta de EE. UU., como productor marginal, junto con un leve impulso a la demanda. En un escenario realmente bajista para el petróleo, los nuevos recortes de producción de la OPEP+ también podrían ayudar al mercado a encontrar un piso.

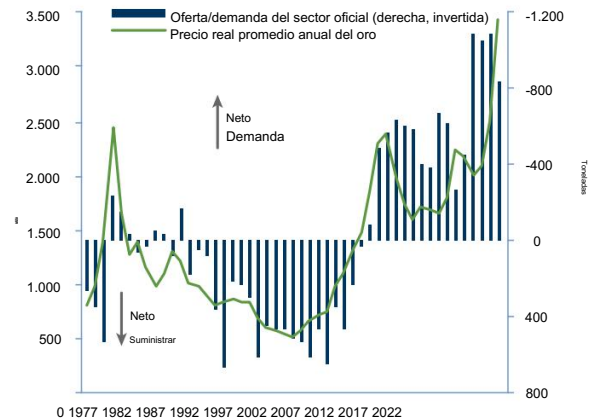
#### Oro: dinero duro en una era de desconfianza

El factor determinante de la demanda actual de oro es la amplia erosión de la confianza institucional. Esta desconfianza se evidencia en la preocupación por la sostenibilidad fiscal a largo plazo y las dudas sobre la independencia de los bancos centrales. También refleja la creciente inquietud entre los tenedores de reservas oficiales —tras la invasión rusa de Ucrania— ante la posibilidad de que los activos soberanos en el extranjero sean congelados o confiscados por motivos políticos. La falta de exposición del oro a las contrapartes ha aumentado su atractivo tanto para los gestores de reservas como para los inversores privados. También contribuyó significativamente al aumento del 65% del oro el año pasado, su mejor rendimiento desde finales de la década de 1970.

La pregunta clave que enfrentan los inversores al entrar en 2026 es si esta desconfianza podrá sostener la demanda lo suficiente como para extender el repunte del oro a su cuarto año consecutivo. Los flujos son cruciales para el oro, ya que, a diferencia de la mayoría de las materias primas, su producción anual no se consume, sino que se suma a los inventarios existentes en la superficie. Además, el suministro anual de las minas representa solo el 2% de los inventarios totales, lo que limita...

#### Gráfico 239: Rendimiento del precio del oro frente a las compras del sector oficial

Las compras de oro por parte de los bancos centrales se han mantenido elevadas durante algún tiempo, lo que brinda soporte al oro.



Datos hasta 2025.

Nota: Datos de 2025 anualizados.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg, Consejo Mundial del Oro.

Su influencia en la dinámica de precios a corto plazo. Esto contrasta marcadamente con las materias primas tradicionales como el petróleo o el trigo, donde la producción anual representa una proporción mucho mayor de los inventarios y, por lo tanto, tiene un mayor impacto en los precios.

Los esfuerzos constantes de los bancos centrales por diversificar sus reservas —en particular en mercados emergentes como China, India, Turquía y Polonia— han llevado a compras de oro a niveles récord en los últimos años (véase el gráfico 239).

Según datos del Consejo Mundial del Oro hasta el tercer trimestre de 2025, las compras del sector oficial estaban en camino de superar las 800 toneladas por cuarto año consecutivo.

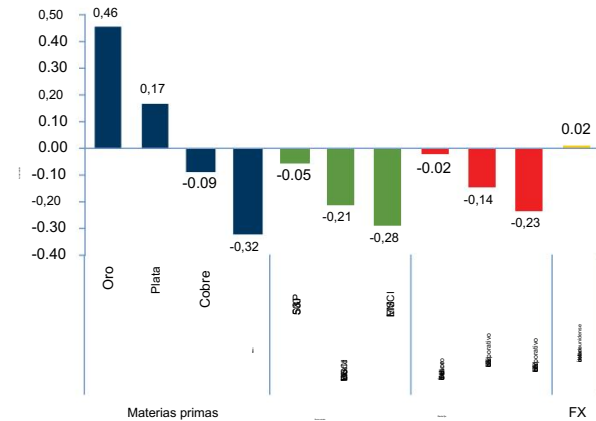
Si bien existe incertidumbre en torno al ritmo preciso de la demanda del sector oficial, creemos que las motivaciones estructurales que sustentan la diversificación de las reservas de mercados emergentes permanecen intactas, lo que respalda las continuas compras de oro por parte de los bancos centrales hasta 2026.

Los inversores privados también incrementaron considerablemente sus tenencias de oro el año pasado. Las compras anualizadas de lingotes y monedas durante el tercer trimestre del año pasado alcanzaron el ritmo más rápido en más de una década. Además, las compras globales de ETF de oro se acercaron a las 500 toneladas. Si bien esto dejó las tenencias de ETF de oro en niveles récord en términos nominales de dólares, aún hay margen para alcanzar su máximo de 2020 en términos de volumen.

**Creemos que las motivaciones estructurales que sustentan la diversificación de las reservas de mercados emergentes permanecen intactas, respaldando las continuas compras de oro por parte de los bancos centrales hasta 2026.**

### Anexo 240: Autocorrelación anual por Clase de activo

El oro exhibe un impulso de precios a mediano plazo excepcionalmente fuerte en todos los períodos de tiempo.



Datos hasta 2025.

Nota: Basado en datos desde 1988, el periodo común más largo. La autocorrelación anual es la relación entre una serie de rendimientos y una versión rezagada de un año de dichos rendimientos.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

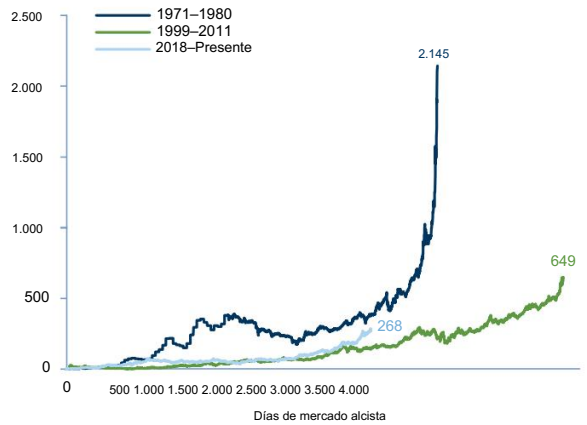
Dado que el posicionamiento aún no está completamente reconstruido y la tendencia histórica del oro a mantener el impulso de los precios (ver Gráfico 240), esperamos que la demanda de los inversores persista en 2026.

El contexto macroeconómico presenta un panorama más heterogéneo para el oro. Preveamos un aumento de las tasas de interés reales y un fortalecimiento moderado del dólar, factores que históricamente han sido un obstáculo para el oro. Dicho esto, la estrecha relación tradicionalmente existente entre las tasas de interés reales y el oro se ha debilitado en los últimos años.

Además, los ciclos previos de recortes de tasas de la Reserva Federal han sido favorables: durante las últimas décadas, cuando el banco redujo las tasas mientras la inflación general superaba el 2%, los precios del oro generaron rendimientos superiores a la media en los trimestres posteriores.

### Anexo 241: Rendimiento acumulado del oro durante Mercados alcistas

Los ciclos pasados sugieren que el mercado alcista actual tiene más margen para correr.



Datos hasta el 31 de diciembre de 2025.

Fuente: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Por lo tanto, esperamos que los precios del oro mantengan su tendencia alcista este año. Esta perspectiva no excluye la volatilidad.

El sólido rendimiento del oro impulsará las ventas de reequilibrio relacionadas con los índices a principios de 2026, lo que representa un obstáculo a corto plazo. Otros riesgos a la baja incluyen un aumento de los tipos de interés más pronunciado de lo previsto o una mayor sensibilidad al precio por parte de los compradores. Aun así, las modestas caídas observadas en los últimos años sugieren que las compras de los bancos centrales compensan significativamente los períodos de debilidad. Los ciclos anteriores refuerzan esta visión, lo que implica que el actual mercado alcista del oro tiene mayor margen de expansión (véase el Gráfico 241).



## Notas

1. El rendimiento de la cartera modelo se muestra únicamente con fines ilustrativos y presenta ciertas limitaciones. No representa las operaciones reales y, por lo tanto, podría no reflejar factores económicos y de mercado relevantes, como las restricciones de liquidez, que podrían haber influido en la toma de decisiones. Se basa en índices y valores representativos públicos de activos privados. La cartera estratégica moderada se refiere a una asignación diversificada de activos a largo plazo con un nivel de riesgo similar al de la cartera de referencia moderada.
- Los índices y proxies públicos utilizados en este cálculo son: Bonos municipales de grado de inversión de EE. UU.: Barclays Capital Municipal 1-10 (de febrero de 2009 a diciembre de 2025); Deuda en dólares de EE. UU.: Barclays Capital US Aggregate (de febrero de 2009 a junio de 2022), Bloomberg Intermediate US Government/Credit (de julio de 2022 a diciembre de 2025); Valores del Tesoro de EE. UU. protegidos contra la inflación: Barclays Capital US TIPS (de febrero de 2009 a diciembre de 2014), Barclays Capital US TIPS 1-10 (de enero de 2015 a octubre de 2019); Bonos municipales de alto rendimiento de EE. UU.: Barclays Capital Municipal High Yield (del 9 de febrero al 25 de diciembre); Bonos de alto rendimiento de EE. UU.: Barclays Capital US Corporate High Yield (9 de febrero a 25 de diciembre); Deuda local de mercados emergentes; JPM GBI Emerging Markets Global (13 de enero a 16 de enero); Renta variable de todo capital de EE. UU.: Russell 3000 (del 25 de abril al 25 de diciembre); Renta variable de valor de gran capitalización de EE. UU.: Russell 1000 Value (del 9 de febrero al 25 de marzo); Renta variable de crecimiento de gran capitalización de EE. UU.: Russell 1000 Growth (del 9 de febrero al 25 de marzo); Renta variable de pequeña capitalización de EE. UU.: Russell 2000 (9 de febrero a 12 de diciembre); Renta variable de valor de pequeña capitalización de EE. UU.: Russell 2000 Value (13 de enero a 25 de marzo); Renta variable de crecimiento de pequeña capitalización de EE. UU.: Russell 2000 Growth (13 de enero a 25 de marzo); Sociedades limitadas de infraestructura: Alerian Infrastructure MLP (13 de enero a 17 de diciembre); REIT públicos globales: S&P Global REITs Local Total Return (13 de enero a 14 de diciembre), S&P Global REITs USD Total Return (15 de enero a 17 de diciembre); Renta variable desarrollada no estadounidense: MSCI EAFE USD Rendimiento total (feb.-09 a dic.-14), 50 % MSCI EAFE USD Rendimiento total / 50 % MSCI EAFE Local Rendimiento total (ene.-15 a sept.-23), 50 % MSCI EAFE Sin cobertura Rendimiento total / 50 % MSCI EAFE Con cobertura Rendimiento total (oct.-23 a dic.-25); Renta variable de mercados emergentes: MSCI Emerging Markets USD Rendimiento total (feb.-09 a dic.-25); Renta variable orientada a los ingresos: 33 % S&P Global REITs USD Rendimiento total / 33 % Alerian Infrastructure MLP / 33 % MSCI World Infrastructure USD Rendimiento total (dic.-17 a dic.-24);
- Fondos de cobertura de valor relativo: 20 % CS/Tremont Arbitraje convertible / 40 % CS/Tremont Equity Market Neutral / 40 % CS/Tremont Arbitraje FI (feb. de 2009 a dic. de 2012); Fondos de cobertura impulsados por eventos:
- CS/Tremont Event Driven (del 9 de febrero al 25 de diciembre); Fondos de cobertura de renta variable con posiciones largas y cortas: CS/Tremont Equity Largo/ Corto (9 de febrero a 25 de diciembre); Fondos de cobertura de comercio macro/táctico: 50 % CS/Tremont Global Macro / 50 % CS/Tremont Managed (feb.-09 a dic.-25); Compras / Compras y Secundarios:
- 60% MSCI World All Country / 40% S&P Global Small Cap (feb.-09 a dic.-12), MSCI World Developed USD Total Return (ene.-13 a dic.-25); Mezzanine: 80% Barclays Capital US High Yield Corporate / 20% S&P Global Small Cap (feb.-09 a dic.-12), Barclays Capital Global High Yield (ene.-13 a dic.-17); Distressed: 50% HFRI Distressed / 50% MSCI World Developed (feb.-09 a dic.-12), 50% CS/Tremont Distressed / 50% MSCI World Developed (ene.-13 a jun.-22); Crédito privado: Barclays Capital Global High Yield (ene.-18 a dic.-25); Riesgo: Retorno de precio NASDAQ (feb.-09 a dic.-14), Retorno total NASDAQ (ene.-15 a dic.-25); Capital privado de crecimiento: 66,75 % S&P 500 / 22,25 % Russell 3000 Growth / 8,25 % MSCI EAFE / 2,75 % MSCI EAFE Growth (jul.-22 a dic.-25); Capital privado de energía: 35 % S&P 600 Energy / 15 % S&P 600 Utilities / 35 % MSCI EAFE Energy / 15 % MSCI EAFE Utilities (feb.-09 a dic.-12), Dow Jones World Oil & Gas (ene.-13 a jun.-21); Capital privado de mercados emergentes: Retorno total MSCI Emerging Markets USD (ene.-13 a ene.-16); Bienes raíces privados: Índice global GPR 250 (feb.-09 a dic.-12); Bienes raíces privados principales: S&P Global REITs Local Total Return (ene.-13 a dic.-14), S&P Global REITs USD Total Return (ene.-15 a dic.-25); Infraestructura privada:
- MSCI World Infrastructure USD Total Return (enero de 2018 a diciembre de 2025)
2. Niall Ferguson, "El disruptor en jefe obtiene resultados transformadores en casa y en el extranjero", Wall Street Journal, 15 de octubre de 2025.
3. Charlie Savage, "Trump desafía descaradamente las leyes al intensificar la apropiación del poder ejecutivo", New York Times, 5 de febrero de 2025.
4. Edward Luce, "Trump 'Ataque al Estado de derecho': La velocidad y la intención son notables", Financial Times, 21 de marzo de 2025.
5. Aaron Zitner, "Trump deja de lado al Congreso con amplias afirmaciones de poder presidencial", Wall Street Journal, 2 de febrero de 2025.
6. Robert O. Keohane y Joseph S. Nye Jr., "El fin del largo siglo estadounidense: Trump y las fuentes de la Poder", Foreign Affairs, 2 de junio de 2025.
7. Consejo Editorial, "Trump ha socavado el excepcionalismo económico de Estados Unidos", Financial Times, 6 de marzo de 2025.
8. Tunku Varadarajan, "Con Putin, 'en última instancia, Trump tiene la última palabra'", Wall Street Journal, 22 de agosto de 2025.
9. Ian Bremmer, "Actualización de Eurasia Group", Eurasia Group, 22 de diciembre de 2025.
10. Irwin Stelzer, "Los estadounidenses sobrevalorados y sobrevalorados resisten y miran hacia 2028", Irwin Stelzer—Esta semana en economía y próximamente, Substack, 1 de diciembre de 2025.
11. Alexander Cooley y Daniel H. Nexon, "Cómo termina la hegemonía: El desmoronamiento del poder estadounidense", Foreign Affairs, julio/agosto de 2020.
12. Daron Acemoglu, "El desmoronamiento democrático de Estados Unidos", Asuntos Exteriores, 15 de junio de 2020.
13. Almar Latour, "La marca Estados Unidos nunca pasa de moda", Wall Street Journal, 19 de mayo de 2025.
14. John Steele Gordon, Un imperio de riqueza: La historia épica del poder económico estadounidense, Harper Perennial, 2020.
15. Tim Callen, "Paridad de poder adquisitivo: los pesos importan", Fondo Monetario Internacional.
16. Mark Zandi, "Simposio de otoño de 2024: Desafíos fiscales para Estados Unidos", presentación en el Centro Griswold de Estudios de Política Económica de Princeton, 27 y 28 de septiembre de 2024.
17. Scott Rozelle y Natalie El infierno, la China invisible: cómo la brecha urbano-rural amenaza el ascenso de China, University of Chicago Press, 2020.
18. McKinsey Global Institute, "La reestructuración de la IED: cómo la inversión extranjera directa de hoy puede moldear la industria y el comercio del mañana", 22 de septiembre de 2025.
19. Almar Latour, "La marca Estados Unidos nunca pasa de moda", Wall Street Journal, 19 de mayo de 2025.
20. Alexis de Tocqueville, La democracia en América, Volumen I, 1835.
21. Ben Sisario, "El total de la gira Eras de Taylor Swift: un récord de 2 mil millones de dólares", New York Times, 9 de diciembre de 2024.
22. "El poder de China sobre las especies raras "La Tierra no es tan grandiosa como parece", The Economist, 13 de agosto de 2025.
23. Demetri Sevastopulo, "China 'cometió un verdadero error' al 'disparar tiros' sobre tierras raras, dice Scott Bessent", Financial Times, 31 de octubre de 2025.
24. Demetri Sevastopulo, "China 'cometió un verdadero error' al 'disparar tiros' sobre tierras raras, dice Scott Bessent", Financial Times, 31 de octubre de 2025.
25. "Relaciones económicas y comerciales entre Estados Unidos y China"
- Informe anual 2025 de la Comisión de Revisión de Seguridad al Congreso", noviembre de 2025.
26. Rosemary Gibson y Janardan Prasad Singh, China Rx: Exponiendo los riesgos de la dependencia de Estados Unidos de China para la medicina, Prometheus Books, 2021.
27. Marta E. Wosinska y Yihan Shi, "Exposición de la cadena de suministro de medicamentos de EE. UU. a China", Brookings Institution, 28 de julio de 2025.
28. Garphil Julien y Audrey Stienon, "Sistema de fabricación de ingredientes farmacéuticos activos (API) de China", Open Markets Institute, diciembre de 2025.
29. Modelo presupuestario de Penn Wharton, "¿Cuánto alcanza la deuda federal niveles insostenibles?" 6 de octubre de 2023.
30. Jonathan D. Osty, Atish R. Ghosh, Jun I. Kim y Mahvash S. Qureshi, "IMF Staff Position Note: Fiscal Space", Fondo Monetario Internacional, 1 de septiembre de 2010.
31. Jason Choi, Duong Q. Dang, Rishabh Kirpalani y Diego J. Perez, "Exorbitant Privilege and the Sustainability of US Public Debt", documento de trabajo de la Oficina Nacional de Investigación Económica, febrero de 2024.
32. Gary Fields, "El Caucus de Veteranos del Congreso busca cerrar la brecha política", PBS, 30 de diciembre de 2024.
33. Thomas E. Mann y Norman J. Ornstein, Es incluso peor de lo que parece, Basic Books, 2012.
34. Patrick McHenry, en conversación con Sharmin Mossavar-Rahmani en una llamada a clientes de Investment Strategy Group, 8 de abril de 2025.
35. Profesor Jack Goldsmith, en conversación con el Grupo de Estrategia de Inversión, 1 de diciembre de 2025.
36. Just Security, 19 de diciembre de 2025. <https://www.justsecurity.org/107087/rastreador-litigios-desafios-legales-administracion-trump/>

37. Donald Trump, en una entrevista con Time, 22 de abril de 2025.
38. Betsy McKay, Brianna Abbott y Jennifer Calfas, "Los médicos construyen un universo de salud pública fuera del gobierno", Wall Street Journal, 23 de septiembre de 2025.
39. Lionel Barber, "Almuerzo con el FT: James Baker", Financial Times, 2 de junio de 2016.
40. Charles P. Kindleberger y Robert N. McCauley, Manías, pánicos y crisis: una historia de las crisis financieras, John Wiley & Sons, 1978.
41. Larry Summers, "Sobre el estancamiento secular", Reuters, 15 de diciembre de 2013.
42. Steven Russolillo, "Yellen sobre las acciones: esto no es una burbuja", Wall Street Journal, 14 de noviembre de 2013.
43. Madeline Chambers, "Premio Nobel Un economista premiado advierte sobre la crisis en Estados Unidos "Burbuja del mercado bursátil", Reuters, 1 de diciembre de 2013.
44. Alexandra Scaggs, "La medida de valoración del Nobel genera preguntas", Wall Street Journal, 21 de noviembre de 2013.
45. Steven Russolillo, "Yellen sobre las acciones: esto no es una burbuja", Wall Street Journal, 14 de noviembre de 2013.
46. Como se afirma en una entrevista con CNBC, "La Reserva Federal ha creado una enorme burbuja global: Stockman", 26 de noviembre de 2013: <http://www.cnbc.com/id/101230045>.
47. Como se afirma en una entrevista con CNBC, "Faber: Estamos en una enorme burbuja especulativa", 29 de noviembre de 2013: <http://www.cnbc.com/id/101235052>.
48. Michael L. Goldstein, Longying Zhao y Christoffer Koch, "Documento de estrategia de cartera 2025: Aranceles: ¿Deberíamos preocuparnos? La evidencia hasta ahora", Empirical Research Partners, 22 de septiembre de 2025.
49. Dado que Tesla Inc (Nasdaq: TSLA) se agregó al S&P 500 el 21 de diciembre de 2020, su desempeño y contribución al desempeño del S&P 500 solo se contabilizan desde esa fecha.
50. Alex Hern, "Hemos descubierto el secreto de la inmortalidad. La mala noticia es que no es para nosotros: por qué el padrino de la IA teme por la humanidad", The Guardian, 5 de mayo de 2023.
51. Sam Altman, "La era de la inteligencia", 23 de septiembre de 2024.
52. Adam Tauman Kalai, Ofir Nachum, Santosh S. Vempala y Edwin Zhang, "Por qué los modelos lingüísticos alucinan", Universidad de Cornell, 4 de septiembre de 2025.
53. Hannah Murphy y Cristina Criddle, "El director de Meta AI afirma que los modelos de lenguaje a gran escala no alcanzarán la inteligencia humana", Financial Times, 22 de mayo de 2024.
54. Aditya Challapally, Chris Pease, Ramesh Raskar y Pradyumna Chari, "La brecha GenAI: estado de la IA en los negocios 2025", MIT Media Lab, junio de 2025.
55. Howard Marks, "Memos de Howard Marks: ¿Es una burbuja?" Oaktree Capital, 9 de diciembre de 2025.
56. Alex Heath, "¿Qué es la burbuja de la IA?", MIT Technology Review, 15 de diciembre de 2025.
57. Vinod Khosla, "¿Son una locura las valoraciones de IA?" Información, 10 de septiembre de 2025.
58. Sarah Friar, en una entrevista en la conferencia Tech Live del Wall Street Journal, el 5 de noviembre de 2025.
59. Ashley Capoot, "El zar de la IA de Trump es destituido y dice que 'no habrá rescate federal para la IA' tras los comentarios del director financiero de OpenAI", CNBC, 6 de noviembre de 2025.
60. Adrian Cox y Stefan Abrudan, "IA 101: Economía: Cinco maneras en que la IA impulsa el crecimiento", Deutsche Bank Research Institute, 18 de noviembre de 2025.
61. Allie Canal, «La IA está salvando a la economía estadounidense de una recesión», Yahoo! Finance, 23 de octubre de 2025.
62. Jason Furman, publicación X, 27 de septiembre de 2025.
63. Cristina Criddle, "El científico informático Geoffrey Hinton: "La IA hará que unas pocas personas sean mucho más ricas y la mayoría más pobre", Financial Times, 5 de septiembre de 2025.
64. Thomas More, Utopía, Simon & Brown, 2010.
65. Peter L. Bernstein, El poder del oro: La historia de una obsesión, Wiley, 2012.
66. Ibid.
67. Willem Buiters, "La burbuja del oro "Debería impulsar a los bancos centrales a vender el metal", Financial Times, 10 de octubre de 2025.
68. Aswath Damodaran, "El auge del Bitcoin: ¿Activo, moneda, materia prima o coleccionable?", 24 de octubre de 2017, <https://aswathdamodaran.blogpost.com/2017/10/el-auge-del-bitcoin-activo-moneda.html>
69. Nikou Asgari y Jill Shah, "Los acaparadores de criptomonedas se deshacen de sus tokens mientras las acciones se desploman", Financial Times, 26 de noviembre de 2025.
70. Patrick Jenkins, "Por qué las empresas de tesorería de Bitcoin son un paraíso para los tontos", Financial Times, 24 de agosto de 2025.
71. Estas previsiones tienen sido generados por ISG con fines informativos a la fecha de esta publicación. Español Los objetivos de retorno total se basan en el marco de ISG, que incorpora valoración histórica, análisis fundamental y técnico. Se basan en modelos propios y no puede haber garantía de que se cumplan las previsiones. Se utilizaron los siguientes índices para cada clase de activo: Barclays Municipal 1-10Y Blend (Muni 1-10); BAML US T-Bills 0-3M Index (efectivo); Bloomberg EM Local Currency Government Bond Index 10% Country Capped (deuda local de mercados emergentes); Barclays High Yield Municipal Bond Index (Muni High Yield); HFRI Fund of Funds Composite (fondos de cobertura); Barclays US Corporate High Yield (US High Yield); MSCI EM US\$ Index (renta variable de mercados emergentes); FTSE 100 (renta variable del Reino Unido); MSCI EAFE Local Index (renta variable de EAFE); Euro Stoxx 50 (renta variable de la eurozona); TOPIX Index (renta variable de Japón); S&P 500 (renta variable de EE. UU.); FTSE Alemania GBI 7-10 años Local (10 años Alemania); FTSE Reino Unido GBI 7-10 años Local (10 años Reino Unido); El índice de referencia para una cartera moderada sujeta a impuestos se basa en un 50% en bonos municipales (Bloomberg Muni 1-10) y un 50% en renta variable global (MSCI ACWI). El índice de referencia para una cartera moderada exenta de impuestos se basa en un 50% en bonos intermedios (gobierno/crédito intermedio) y un 50% en renta variable global (MSCI ACWI).
72. Julia Wendling, "Clasificación: órdenes ejecutivas del presidente en los primeros 100 días", Visual Capitalist, 7 de mayo de 2025, [https://www.visualcapitalist.com/sp/n01-órdenes-ejecutivas-clasificadas-por-presidente-en-las-primeras-100-dias/?utm\\_source=chatgpt.com](https://www.visualcapitalist.com/sp/n01-órdenes-ejecutivas-clasificadas-por-presidente-en-las-primeras-100-dias/?utm_source=chatgpt.com).
73. Índice de incertidumbre de la política económica, <https://www.policyuncertainty.com/index.html>.
74. Wendy Edelberg, Stan Veuger y Tara Watson, "Política migratoria y sus efectos macroeconómicos en la segunda administración de Trump", American Enterprise Institute, 2 de julio de 2025.
75. Oficina de Presupuesto del Congreso, "Actualización de las perspectivas demográficas, 2025 a 2055", septiembre de 2025. <https://www.cbo.gov/publicación/61390>
76. Mario Draghi, El futuro de la competitividad europea, Comisión Europea, septiembre de 2024.
77. Basado en el índice de capitalización del mercado de divisas mundial de Bloomberg.
78. Ali Cakiroglu, "HSBC EM Encuesta de sentimiento: pisando el acelerador hacia 2026 HSBC Research, diciembre de 2025.
79. Con base en los cambios a lo largo del próximos 12 meses cuando las valoraciones iniciales estaban en el noveno o décimo decil de su distribución de 10 años.
80. La curva forward refleja las expectativas de los inversores sobre las tasas de interés futuras en momentos determinados. El promedio de las expectativas sobre las tasas forward sustenta los rendimientos de los bonos del gobierno.
81. Matt Wirtz, "Crédito privado "La fiesta se pone fea para los inversores individuales", Wall Street Journal, 21 de diciembre de 2025.
82. Basado en países incluidos en el índice JP Morgan GBI-EM.

## Glosario de abreviaturas

AAIL: Asociación Estadounidense de Inversionistas Individuales

ABF: financiación respaldada por activos

ACWI: Índice mundial de todos los países

APIs: ingredientes farmacéuticos activos IA:

inteligencia artificial Ann.:

anualizada

BCA: Ley de Control Presupuestario de 2011

BCB: Banco Central de Brasil

BDC: empresa de desarrollo de negocios

BEA: Oficina de Análisis Económico

BEIs: expectativas de inflación de equilibrio

BLS: Oficina de Estadísticas Laborales

BOE: Banco de Inglaterra

BOJ: Banco de Japón

pb: punto base

BRL: real brasileño

CAGR: tasa de crecimiento anual compuesta

CAPE: relación precio-beneficio ajustada cíclicamente

CBO: Oficina de Presupuesto del Congreso

CDC: Centros para el Control y la Prevención de Enfermedades

CEE: Europa central y oriental

CEEMEA: Europa central y oriental, Oriente Medio y África

IPC: Índice de precios al consumidor

CRFB: Comité para un Presupuesto Federal Responsable

DM: mercado desarrollado

DOD: Departamento de Defensa

DOE: Departamento de Energía

DOGE: Departamento de Eficiencia Gubernamental

DXY: Índice del dólar estadounidense

EAFE: Europa, Australasia y el Lejano Oriente

EBITDA: ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización

BCE: Banco Central Europeo

EIA: Administración de Información Energética

EM: mercado emergente

EMEA: Europa, Oriente Medio y África

UEM: Unión Económica y Monetaria Europea

EPS: ganancias por acción

ERP: prima de riesgo de capital

ETF: fondo cotizado en bolsa

UE: Unión Europea

EUR: euro

FAO: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura Naciones

FDA: Administración de Alimentos y Medicamentos

IED: inversión extranjera directa

FHFA: Agencia Federal de Financiamiento de Viviendas

FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto

FX: divisas

GBP: Gran libra esterlina

PIB: producto interno bruto

GenAI: inteligencia artificial generativa

GF: fondo general

GFC: crisis financiera mundial

GIR: [Goldman Sachs] Investigación de inversiones globales

HKD: dólar de Hong Kong

HY: alto rendimiento

Bonos IDR/PCR: ingresos por desarrollo industrial/

bonos de ingresos por control de la contaminación

IG: grado de inversión

AIE: Agencia Internacional de Energía

IEEPA: Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional

FMI: Fondo Monetario Internacional

ISG: Grupo de Estrategia de Inversión

JPY: yen japonés

KSMs: materiales de partida clave

Latam: América Latina

LLM: modelo de lenguaje grande

GNL: gas natural licuado

LTM: últimos 12 meses

M&A: fusiones y adquisiciones

NMF: nación más favorecida

N/A: no aplicable

NBFI: institución financiera no bancaria

OBBS: Un Bill grande y hermoso

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

OPEP: Organización de los Países Exportadores de Petróleo Países

OPEP+: Organización de los Países Exportadores de Petróleo Países y 11 no miembros de la OPEP

PBOC: Banco Popular de China

PCE: gastos de consumo personal

PCR: ingresos por control de la contaminación

IPP: inflación de precios al productor

PPP: paridad de poder adquisitivo

P/E ratio: relación precio-beneficio pp: punto porcentual

PPP: paridad de poder adquisitivo

QoQ: trimestre a trimestre

I+D: investigación y desarrollo

RDF: fondo de emergencia

REEs: elementos de tierras raras

RMB: renminbi

ROE: rentabilidad sobre el capital

SAAR: tasa anual ajustada estacionalmente

SALT: impuesto estatal y local

SEC: Comisión de Bolsa y Valores

SMA: cuenta gestionada por separado

TCJA: Ley de Reducción de Impuestos y Empleos

CONSEJOS: Valores del Tesoro protegidos contra la inflación

IVA: impuesto sobre el valor añadido

VIX: Índice de volatilidad del Chicago Board Options Exchange

WTI: West Texas Intermediate [precio del petróleo]

Segunda Guerra Mundial: Segunda Guerra Mundial

YE: fin de año

YoY: año tras año

## Información importante

Nuestra relación con los clientes. Goldman Sachs & Co. LLC ("nosotros", "nos" y "GS&Co.", y junto con sus filiales, "Goldman Sachs" o "GS") está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores ("SEC") como agente de bolsa y asesor de inversiones, y es miembro de la Autoridad Reguladora de la Industria Financiera ("FINRA") y de la Corporación para la Protección del Inversor en Valores ("SIPC"). Ofrecemos principalmente servicios de asesoría de inversiones y corretaje a inversores minoristas a través de nuestra unidad de negocio de Gestión Patrimonial, que incluye la Gestión Patrimonial Privada ("PWM"). La forma en que recibimos nuestra compensación puede cambiar con el tiempo y dependerá de diversos factores. Por favor, consulte la política de GS&Co.

Formulario CRS y Guía/Reglamento de Relaciones de GS&Co. Divulgaciones de Mejor Interés (disponibles en: <https://www.goldmansachs.com/divulgaciones/formulario-de-resumen-de-relacion-con-clientes-crs/indice.html>) para obtener información importante, incluyendo la diferencia entre cuentas de asesoría y de corretaje, compensación, comisiones, conflictos de intereses y nuestras obligaciones con usted. Formamos parte de una firma integral de banca de inversión, gestión de inversiones y corretaje. Otras firmas podrían implementar estrategias de inversión diferentes a las utilizadas o recomendadas para su cartera.

Público objetivo. Este material está dirigido generalmente a clientes o posibles clientes de PWM que cumplan los requisitos de elegibilidad para ser clientes de PWM. Si tiene alguna pregunta sobre si este material es para usted, póngase en contacto con su equipo de PWM. Los materiales que abordan los servicios de asesoría están dirigidos generalmente a personas que son Clientes Cualificados, según se define en la Norma 305-3 de la Ley de Asesores de Inversión de 1940. Los materiales que abordan productos de inversión alternativos están dirigidos generalmente a destinatarios que califican como Inversores Acreditados, según se define en la Ley de Valores de 1933.

GS&Co. considera la idoneidad, elegibilidad y sofisticación del cliente al distribuir materiales de marketing; no todos los materiales son apropiados para todos los clientes de GS. La distribución se basa en la creencia razonable de que el destinatario cuenta con la experiencia financiera suficiente o acceso a recursos para analizar de forma independiente la información presentada.

Si cree que no cumple con estos criterios, ignórellos y comuníquese con su equipo de PWM.

Entidades Prestadoras de Servicios. Los servicios de asesoría de inversiones y/o asesoramiento financiero pueden ser proporcionados por GS&Co., una filial o un gestor externo en el marco del programa integral patrocinado por GS&Co. Las filiales pueden incluir, entre otras, The Goldman Sachs Wealth Services, LP (una subsidiaria de propiedad absoluta de The

Goldman Sachs Group, Inc. o "GS Group") u otra filial. GS&Co. ofrece servicios de corretaje. GS&Co. proporciona o facilita servicios bancarios y de pago (incluyendo emisión de cheques, ACH, domiciliación bancaria y préstamos de margen). GS&Co. ofrece derivados extrabursátiles (OTC), contratos a plazo de divisas y financiación relacionada.

Los servicios fiduciarios son proporcionados por The Goldman Sachs Trust Company, NA o The Goldman Sachs Trust Company of Delaware. Los productos de depósito, hipotecas y préstamos bancarios son ofrecidos por Goldman Sachs Bank USA, miembro de la Corporación Federal de Seguros de Depósitos ("FDIC") y un Prestamista de Vivienda Equitativa. GS&Co. y sus filiales presentes y futuras pueden ofrecer y proporcionar a través de la oferta de GS Family Office ("GSFO"), o a través de una referencia de clientes a terceros, un conjunto de servicios personales de family office ("Servicios GSFO") diseñados específicamente para ciertos clientes de Gestión Patrimonial ("WM") de GS. Como parte de los Servicios GSFO, GSFO puede discutir con usted varios aspectos de la planificación financiera, incluyendo pero no necesariamente limitado a las posibles consecuencias del impuesto sobre la renta de sus inversiones, planificación patrimonial, esfuerzos filantrópicos y ciertas otras actividades que pueden afectar su impuesto sobre la renta, impuesto sobre donaciones e impuesto sobre el patrimonio. Los Servicios GSFO varían entre clientes, se proporcionan en función de las necesidades y preferencias individuales del cliente y generalmente se limitan a consultas educativas que no deben considerarse asesoramiento fiscal o legal.

GSFO no proporciona asesoramiento sobre inversiones, servicios de gestión de inversiones ni asesora ni ofrece la venta de productos de seguros. Los Servicios de GSFO se ofrecen en Estados Unidos a través de GS&Co., pero también pueden ser proporcionados parcialmente por Goldman Sachs Wealth Services, LP. Goldman Sachs Wealth Services, LP puede, de forma independiente y distinta a GSFO Services, ofrecer asesoramiento fiscal y de seguros, además de servicios de family office personales ("Servicios de Family Office de Wealth Services, LP"). Le recomendamos que defina claramente su conjunto de servicios con su equipo asesor.

Grupo de Estrategia de Inversión ("ISG"). El Grupo de Estrategia de Inversión, parte del negocio de Gestión de Activos y Patrimonios ("AWM") de GS, se centra en la formulación de estrategias de asignación de activos y el análisis de mercado para GS Wealth Management. Toda información que haga referencia a ISG, incluidas sus carteras modelo, representa la opinión de ISG, no constituye investigación financiera ni es un producto de GS Global Investment Research ("GIR"), y puede diferir significativamente de las opiniones expresadas por los equipos de gestión de carteras de AWM u otros grupos de GS.

Las referencias a las Carteras Modelo de ISG se proporcionan únicamente con fines ilustrativos. Su asignación real de activos puede variar significativamente según sus necesidades.

circunstancias y tolerancia al riesgo.

El rendimiento de la cartera modelo no está incluido y cualquier rendimiento referenciado se refiere a un índice de referencia 50/50.

Riesgos e información de inversión. GS&Co. ofrece una gama de productos que debe considerar cuidadosamente antes de invertir, considerando sus condiciones y riesgos específicos, para asegurarse de que se ajusten a sus circunstancias particulares.

A continuación se describen los principales riesgos de nuestros productos más complejos; revise los documentos de oferta y los prospectos de productos para productos específicos, así como información adicional sobre la naturaleza y los riesgos de estos y otros productos en el

Folleto ADV Parte 2A y la Guía de relación PWM de GS&Co.

Invertir implica riesgo de pérdida.

Inversiones Alternativas ("IA"). Las IA pueden implicar un alto grado de riesgo, incluyendo el riesgo de pérdida total de capital, uso de apalancamiento, falta de liquidez y volatilidad de los rendimientos. El capital privado, el crédito privado, los bienes raíces privados, los fondos de cobertura y las inversiones en inteligencia artificial estructuradas como fondos de inversión privados están sujetos a menos regulación que otros tipos de vehículos agrupados. Revise el Memorando de Oferta, el Acuerdo de Suscripción y cualquier otro documento de oferta aplicable para conocer los riesgos, los posibles conflictos de intereses, los términos y condiciones y otras divulgaciones.

Materias primas. El riesgo de pérdida en

la negociación de materias primas puede ser considerable debido, entre otros factores, a la falta de liquidez, la volatilidad de las condiciones políticas, económicas y de mercado, y las fluctuaciones abruptas de precios que pueden resultar de factores impredecibles, como el clima, las huelgas, la inflación, los tipos de cambio, etc. Debido al uso del apalancamiento, una pequeña disminución de su posición puede resultar en una pérdida mayor que su depósito inicial.

Divisas. Los tipos de cambio pueden ser extremadamente volátiles, especialmente en épocas de incertidumbre política o económica. Existe un riesgo de pérdida cuando un inversor tiene exposición a divisas extranjeras o mantiene inversiones negociadas en divisas extranjeras.

Activos digitales/criptomonedas.

La regulación de los activos digitales aún se encuentra en desarrollo en todas las jurisdicciones, y en el futuro los gobiernos podrían restringir el uso e intercambio de cualquiera o todos los activos digitales. Los activos digitales generalmente no cuentan con el respaldo ni el apoyo de ningún gobierno o banco central, no están asegurados por la FDIC y no cuentan con las mismas protecciones que los depósitos bancarios de EE. UU. o de otros países, y son más volátiles que las monedas

tradicionales. Las transacciones con activos digitales conllevan el riesgo de manipulación del mercado y fallos de ciberseguridad, como el riesgo de piratería informática, robo, errores de programación y pérdidas accidentales. Las diferentes formas de activos digitales pueden conllevar

Diferentes riesgos. La volatilidad e imprevisibilidad del precio de los activos digitales pueden generar pérdidas significativas e inmediatas.

Derivados extrabursátiles ("OTC"). Los derivados OTC son ilíquidos, ya que no existe un mercado público. El precio o la valoración de cada transacción de derivados OTC se negocia individualmente entre GS&Co. y cada contraparte, y GS&Co. no declara ni garantiza que los precios a los que ofrece transacciones de derivados OTC sean los mejores disponibles. Por lo tanto, podría tener dificultades para determinar si el precio que se le ha ofrecido por una transacción de derivados OTC en particular es justo.

Los derivados OTC pueden negociarse a un valor diferente del nivel inferior a partir de las tasas de interés, los dividendos y el subyacente debido a factores como las expectativas sobre los niveles futuros de las tasas de interés y los dividendos, y la volatilidad del subyacente antes del vencimiento.

El precio de mercado de la transacción con derivados OTC puede verse influenciado por numerosos factores impredecibles, como las condiciones económicas, la solvencia de GS, el valor de cualquier subyacente y ciertas medidas adoptadas por GS. Dado que GS puede estar obligado a realizarle pagos sustanciales como condición de una transacción con derivados OTC, debe evaluar el riesgo crediticio de operar con GS. Dependiendo del tipo de transacción, su contraparte puede ser GS&Co. u otra filial de GS. Las contrapartes pueden estar sujetas a diferentes normas según si son o no un corredor de bolsa registrado en EE. UU.

Las transacciones de derivados OTC con filiales de GS no pueden cesarse ni transferirse sin el consentimiento previo por escrito de GS. Las disposiciones de una transacción de derivados OTC pueden permitir la rescisión anticipada y, en tales casos, tanto usted como GS podrían verse obligados a realizar un pago de rescisión potencialmente significativo, dependiendo de si la transacción de derivados OTC se encuentra en el dinero al momento de la rescisión.

Debe revisar detenidamente el Acuerdo Marco, incluyendo los anexos, los documentos de respaldo crediticio, las adendas y los anexos. Es posible que se le solicite que deposite un margen o garantía en niveles acordados con las políticas internas de GS para respaldar los derivados OTC por escrito.

Mercados Emergentes y Mercados en Crecimiento. Las inversiones en mercados emergentes y mercados en crecimiento implican ciertas consideraciones, como las condiciones políticas y económicas, la posible dificultad para reparar fondos o hacer cumplir derechos contractuales o legales, y el reducido tamaño de los mercados de valores en dichos países, junto con un bajo volumen de negociación, lo que resulta en una posible falta de liquidez y volatilidad de precios.

Valores no estadounidenses. Las inversiones en valores no estadounidenses están sujetas a diferentes regulaciones, menor información pública, menor liquidez y mayor volatilidad en los países.

El domicilio de los emisores de valores y/o la jurisdicción donde se negocian estos valores. Además, los inversores en valores como ADR/GDR, cuyo valor se ve afectado por las divisas, asumen el riesgo cambiario.

Opciones. La compra de opciones puede resultar en la pérdida total de una inversión, y el riesgo de las opciones no cubiertas es potencialmente ilimitado. Debe leer y comprender el Documento de Divulgación de Opciones vigente antes de realizar cualquier operación con opciones. Puede obtener el folleto titulado "Características y Riesgos de las Opciones Estandarizadas" a través de su equipo de PWM o en <http://www.theocc.com/>

componentes/docs/riskstoc. Es posible que no haya un mercado secundario disponible para todas las opciones. Los costos de transacción pueden ser significativos en estrategias de opciones que requieren múltiples compras y ventas de opciones, como los spreads. Se proporcionará documentación de respaldo para cualquier comparación, recomendación, estadística, datos técnicos u otra información, previa solicitud.

Bienes raíces. Las inversiones inmobiliarias, incluyendo fideicomisos de inversión inmobiliaria (REIT) y REIT no cotizados, conllevan riesgos adicionales que no suelen asociarse con otras clases de activos. Dichas inversiones (tanto en mercados públicos como privados) pueden estar sujetas a cambios en las condiciones macroeconómicas generales, como los tipos de interés, y a la sensibilidad a reducciones temporales o permanentes del valor de las propiedades en las regiones geográficas representadas. Los REIT no cotizados pueden conllevar un mayor riesgo de iliquidez, valoraciones incompletas o poco transparentes, dilución de acciones y conflictos de intereses.

Inversiones Estructuradas. Las inversiones estructuradas son complejas y los inversores asumen el riesgo crediticio del emisor o garante. Si el emisor o garante incumple, podrá perder toda su inversión, incluso si mantiene el producto hasta el vencimiento. Las inversiones estructuradas suelen tener un rendimiento diferente al del activo o activos a los que hacen referencia. Las calificaciones crediticias pueden referirse a la calificación crediticia del emisor y no son indicativas del riesgo de mercado asociado a la inversión estructurada ni al activo de referencia.

Cada inversión estructurada es diferente y para cada inversión usted debe considerar 1) la posibilidad de que al vencimiento usted pueda verse obligado a poseer el activo de referencia a un precio deprimido; 2) los límites a la capacidad de compartir la apreciación al alza; 3) el potencial de mayores pérdidas si el activo de referencia disminuye; y 4) la posible incapacidad de vender dada la falta de un mercado de negociación público.

Inclinaciones tácticas. Las inclinaciones tácticas pueden implicar un alto grado de riesgo. No se puede garantizar que se obtengan beneficios ni que no se incurra en pérdidas sustanciales. Por diversas razones, GS puede implementar una estrategia táctica.

invertir en un fondo afiliado que pueda invertir en inclinaciones tácticas, o deshacer una posición para sus cuentas de asesoramiento de clientes o en su propio nombre antes de que su asesor lo haga en nombre de su cuenta, o puede implementar una inclinación táctica que sea diferente de la inclinación táctica implementada por los asesores en las cuentas de los clientes, lo que podría tener un efecto adverso en su cuenta y puede resultar en un rendimiento más deficiente de su cuenta que de GS u otro cliente

cuentas. Fondos mutuos registrados en EE. UU. / Fondos cotizados en bolsa ("ETF") o Notas cotizadas en bolsa ("ETN"). Debe considerar los objetivos, riesgos y costos de inversión de un fondo, y leer detenidamente el prospecto resumido o el prospecto (que puede obtener de su equipo de PWM) antes de invertir. Puede obtener documentos gratuitos sobre ETF o ETN: 1) Visite EDGAR en el sitio web de la SEC: <http://www.sec.gov/>; 2) contactando a su equipo de PWM; o 3) llamando gratis al 1-866-471-2526. A diferencia de los fondos mutuos tradicionales, los ETF pueden negociarse con un descuento o prima sobre el valor liquidativo y no son directamente reembolsables por el fondo. Los ETF, ETN o ETFs apalancados o inversos vinculados a futuros de materias primas pueden experimentar mayores fluctuaciones de precios que los ETF tradicionales y podrían no ser adecuados para todos los inversores. La mayoría de los ETF o ETN apalancados e inversos buscan ofrecer múltiplos del rendimiento (o su inverso) del índice o punto de referencia subyacente diariamente. Su rendimiento a largo plazo puede variar significativamente de los objetivos de rendimiento diarios establecidos o del índice o punto de referencia subyacente debido a los efectos de la capitalización.

Las diferencias de rendimiento pueden verse magnificadas en un mercado volátil. Los ETF vinculados a futuros de materias primas pueden tener un rendimiento diferente al del precio al contado de la propia materia prima, incluso debido a la suscripción y liquidación continua de contratos de futuros o swaps para mantener la exposición (es decir, la rotación de contratos) y a las disparidades entre los precios futuros a corto y largo plazo de la materia prima subyacente. No debe asumir que un ETF vinculado a futuros de materias primas le proporcionará una cobertura eficaz contra otros riesgos en su cartera.

Referencias específicas de seguridad. Las referencias a una empresa o valor específico se ofrecen únicamente como ejemplos o contexto y no constituyen investigación ni asesoramiento de inversión; no se base en ellas para tomar una decisión de inversión. GS podría tener una relación con dichas empresas o sus valores que pudiera presentar conflictos de interés. Para obtener más información sobre los valores mencionados, contacte con su equipo de PWM.

Inversiones fuera de la plataforma. Si nos solicita orientación sobre oportunidades de inversión externas que no ofrece GS, la información que le proporcionemos será solo a modo de ayuda y no actuaremos como su asesor.

No asumimos ninguna obligación de determinar si la oportunidad es adecuada para usted en relación con dichas decisiones de inversión ni asumiremos ninguna responsabilidad por ellas. Nuestro Formulario ADV contiene información sobre los posibles conflictos de intereses que podamos tener en relación con dichas solicitudes.

Pronósticos de ISG/GIR. Los pronósticos económicos y de mercado presentados («pronósticos») generalmente reflejan las opiniones de ISG o, cuando se indique, las de Goldman Sachs Global Investment Research («GIR») y están sujetos a cambios sin previo aviso. Los pronósticos no consideran los objetivos de inversión, las restricciones, la situación fiscal y financiera ni otras necesidades de ningún cliente específico. Se presentan con fines educativos y están sujetos a altos niveles de incertidumbre que pueden afectar el rendimiento real y representan solo uno de un amplio rango de posibles resultados. Los pronósticos y las expectativas de rentabilidad corresponden a la fecha de este material y no proyectan la rentabilidad de ninguna inversión o estrategia.

Los pronósticos se estiman en base a supuestos del mercado de capitales utilizando un análisis histórico de los índices subyacentes relevantes aplicables, teniendo en cuenta variables que pueden afectar la subclase de activos, incluidos, entre otros, factores geopolíticos, potencial de recesión y/o crecimiento de los ingresos.

Las estimaciones están sujetas a revisiones significativas y pueden cambiar sustancialmente según las condiciones económicas y de mercado. Los estudios de caso y ejemplos son solo ilustrativos. Si corresponde, se puede solicitar una copia del Informe GIR utilizado para las previsiones.

Los pronósticos no reflejan los honorarios de asesoría, los costos de transacción y otros gastos que habría pagado el cliente, lo que reduciría el rendimiento.

Mercados específicos del cliente. Las inversiones mantenidas a su nombre con un subcustodio en el mercado local donde se negocian para cumplir con la legislación local se indicarán en sus estados de cuenta.

Rendimiento / Ingresos estimados / Flujo de caja estimado. El rendimiento pasado no es una guía de resultados futuros y puede incluir inversiones con su yo se poseen en cuentas corrientes o cerradas. El rendimiento actual puede ser inferior o superior a los datos de rendimiento indicados. Si no son relevantes ni representativos, se podrán excluir los valores atípicos. Para solicitar los datos de rendimiento más recientes o históricos, o información sobre el esquema de clasificación de activos, comuníquese con su equipo de PWM al número que aparece en su estado de cuenta mensual o al número gratuito en EE. UU. 1-800-323-5678.

Los informes de rendimiento, cuando se muestran, generalmente presentan el rendimiento ponderado en el tiempo relevante, que es una combinación de retornos diarios compuestos durante un período de tiempo específico con la eliminación de los impactos de depósito y retiro, y pueden mostrar cálculos de tasa interna de rendimiento donde

Se solicita. El rendimiento agregado puede no ser igual a la suma de los rendimientos a nivel de inversión. Cuando el rendimiento se muestra neto de comisiones, las comisiones reales pueden variar. El rendimiento neto de las cuentas de asesoría se calcula neto de las comisiones y gastos pagados o que se habrían pagado en relación con los servicios de GS, incluidas las comisiones de gestión, y podría incluir inversiones para las que no se dispone de precios de mercado reales. Si se incluyen, las cifras estimadas de ingresos y los flujos de caja futuros estimados de capital privado son estimaciones de la actividad futura, y los rendimientos reales pueden variar sustancialmente. GS&Co. ha ajustado los cálculos de rendimiento para ciertas clases de activos o estrategias y podría hacerlo en el futuro.

El rendimiento del efectivo neto (es decir, el efectivo menos el débito de margen) generalmente se incluye en el cálculo del rendimiento total, pero no se muestra por separado. El rendimiento de las opciones se incluye en el rendimiento de la clase de activo del subyacente.

Índices/Puntos de Referencia. Las referencias a índices, puntos de referencia u otras medidas de rendimiento relativo del mercado durante un período específico son meramente informativas y no constituyen predicciones ni garantías de rendimiento. Los rendimientos comparativos o de los puntos de referencia pueden reflejar diferentes períodos.

Los índices no están gestionados y los inversores no pueden invertir directamente en ellos. Las cifras del índice reflejan la reinversión de todos los ingresos o dividendos, según corresponda, pero pueden no siempre reflejar la deducción de comisiones o gastos que reducirían la rentabilidad. Cuando corresponde, se ha licenciado o sublicenciado el uso de las marcas registradas o la información relevante del índice. La inclusión de información sobre el índice no implica que el índice en cuestión o sus entidades afiliadas patrocinen, avalen, vendan o promuevan los valores referenciados, ni que realicen ninguna declaración o garantía sobre la conveniencia de invertir en valores o la capacidad del índice para replicar el rendimiento del mercado.

Los índices no están gestionados y los inversores no pueden invertir directamente en ellos. Las cifras del índice reflejan la reinversión de todos los ingresos o dividendos, según corresponda, pero pueden no siempre reflejar la deducción de comisiones o gastos que reducirían la rentabilidad. Cuando corresponde, se ha licenciado o sublicenciado el uso de las marcas registradas o la información relevante del índice. La inclusión de información sobre el índice no implica que el índice en cuestión o sus entidades afiliadas patrocinen, avalen, vendan o promuevan los valores referenciados, ni que realicen ninguna declaración o garantía sobre la conveniencia de invertir en valores o la capacidad del índice para replicar el rendimiento del mercado.

Precios y valoraciones. Los precios no reflejan necesariamente valores realizables y se basan en información considerada como

Son fiables, pero no se garantiza su exactitud, vigencia ni su valor realizable. Ciertas posiciones pueden ser proporcionadas por terceros o aparecer sin precio si GS no puede obtenerlo o si el valor no se negocia activamente durante un tiempo determinado. Las fuentes y métodos de fijación de precios están disponibles previa solicitud y sujetos a cambios.

Información fiscal. GS no proporciona asesoramiento legal, fiscal ni contable, salvo acuerdo explícito por escrito entre usted y GS, ni ofrece la venta de seguros. Debe obtener su propio asesoramiento fiscal independiente según sus circunstancias.

La información incluida en esta presentación, incluso, si se muestra, en la sección Resumen de impuestos, no constituye asesoramiento fiscal, no ha sido auditada, no debe usarse para informes fiscales y no sustituye los documentos fiscales aplicables, incluido su Formulario 1099, Anexo K-1 para inversiones privadas, que le proporcionaremos anualmente, o su(s) estado(s) de cuenta GS mensual(es).

La base de costos incluida en esta presentación puede ser diferente de su base de costos para fines impositivos. La información sobre sus IA y transacciones para cuentas de jubilación no están incluidas en la sección Resumen de impuestos

Aviso a ERISA / Plan de Jubilación Calificado / IRA / Cuenta de Ahorros para la Educación Coverdell (en conjunto, "Cuenta de Jubilación")  
Clientes: La información sobre su(s) Cuenta(s) de Jubilación incluida en esta presentación es solo para fines informativos y no constituye asesoramiento de inversión ni de otro tipo, ni una recomendación relacionada con ninguna decisión de inversión u otras decisiones. GS no actúa como fiduciario ni asesor de ninguna persona o plan por el hecho de proporcionar esta presentación, ni siquiera bajo la Ley de Seguridad de los Ingresos de Jubilación de los Empleados de 1974 ni bajo el Reglamento del Departamento de Trabajo. Salvo acuerdo en contrario de GS, cualquier asignación objetivo mostrada para dicha Cuenta de Jubilación representa decisiones que usted ha comunicado a GS con respecto a dicha asignación de activos, sin ningún asesoramiento ni recomendación de GS, tras considerar su situación financiera, objetivos, tolerancia al riesgo y metas.

Otros Servicios. Todos los servicios de planificación financiera prestados, incluyendo análisis de flujo de caja basados en la información que usted proporcione, son ejemplos hipotéticos de principios matemáticos y no constituyen una predicción ni proyección del rendimiento de una inversión o estrategia de inversión. Algunos ejemplos pueden basarse en una herramienta de Análisis de Inversiones, una herramienta tecnológica interactiva que genera simulaciones y análisis estadísticos que presentan la probabilidad de diversos resultados de inversión según la información del cliente. Es posible que estos servicios no aborden todos los aspectos de la vida financiera de un cliente; los temas que no se discutieron con usted aún pueden ser relevantes.

a su situación financiera. Al prestar servicios financieros, GS se basa en la información que usted proporciona y no se responsabiliza de la exactitud ni la integridad de dicha información, ni de las consecuencias relacionadas con el uso de información inexacta o incompleta. Cuando se utilicen materiales y/

Si se le proporcionan análisis o información, estos se basan en las suposiciones allí establecidas, las cuales podrían variar sustancialmente de los ejemplos mostrados si no se cumplen. Estos ejemplos son solo ilustrativos y no garantizan que ningún cliente logre o pueda lograr los resultados mostrados. Las tasas de crecimiento estimadas están sujetas a altos niveles de incertidumbre, no representan las transacciones reales y podrían no reflejar factores económicos y de mercado relevantes que puedan afectar el rendimiento real. GS no tiene la obligación de actualizar estas tasas.

No es asesor municipal. Salvo que GS acuerde expresamente lo contrario, GS no actúa como asesor municipal y las opiniones o puntos de vista contenidos en esta presentación no pretenden ser, ni constituyen, asesoramiento, incluido el significado de la Sección 15B de la Ley de Intercambio de Valores de 1934.

Información adicional para clientes de Servicios Patrimoniales de Goldman Sachs. Su equipo puede incluir a miembros de su equipo de Servicios Patrimoniales de Goldman Sachs. Goldman Sachs Wealth Services puede proporcionar asesoramiento fiscal u otros servicios de Family Office Privado a ciertos clientes. Goldman Sachs Wealth Services no ofrece servicios de corretaje. Como parte de sus servicios de asesoría financiera, Goldman Sachs Wealth Services puede proporcionarle ciertos informes en los que la información contenida en este documento se presenta de forma diferente. Le recomendamos que revise cada informe por separado y que consulte cualquier duda con su equipo de Goldman Sachs Wealth Services.

Prohibida su distribución; Prohibida su oferta o solicitud. Este material no podrá, sin el consentimiento previo por escrito de GS, (i) reproducirse por ningún medio, ni (ii) distribuirse a ninguna persona que no sea empleado, funcionario, director o agente autorizado del destinatario. Este material no constituye una oferta ni solicitud para la compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción donde dicha oferta o solicitud no esté autorizada, ni dirigida a ninguna persona a quien sería ilegal realizar dicha oferta o solicitud. No tenemos obligación de proporcionar actualizaciones ni cambios a este material.

Argentina: La información ha sido proporcionada a solicitud suya.

Australia: Este material se está difundiendo en Australia por Goldman Sachs & Co ("GSCo"); Goldman Sachs International ("GSI"); Goldman Sachs (Singapur) Pte ("GSPP") y/o Goldman Sachs (Asia) LLC ("GSALLC"). En Australia, este documento y cualquier

El acceso a la misma está destinado únicamente a una persona que haya satisfecho previamente a

Goldman Sachs de que: • La persona es un inversor sofisticado o profesional a los efectos de la sección 708 de la Ley de Sociedades de 2001 (Cth) ("Ley de Sociedades"); o • La persona es un cliente mayorista a los efectos del artículo 761 G de la Ley de Sociedades. En este documento no se le ofrece la adquisición de ningún producto financiero ni participación en valores ni intereses de ningún tipo. Si en el futuro se pusieran a disposición productos financieros o participaciones en valores o intereses de cualquier tipo, la oferta podrá ser gestionada por una entidad de Goldman Sachs debidamente autorizada en Australia, de conformidad con el artículo 911A(2)(b) de la Ley de Sociedades. Cualquier oferta solo se realizará en circunstancias en las que no se requieran divulgaciones ni declaraciones de divulgación según la Parte 6D.2 o la Parte 7.9 de la Ley de Sociedades (según corresponda).

En la medida en que GSCo, GSI, GSPP y/o GSALLC presten servicios financieros en Australia, dichos servicios se prestan únicamente a "clientes mayoristas", según se define a efectos de la Ley de Sociedades. GSCo, GSI, GSPP y GSALLC están exentos del requisito de tener una Licencia Australiana de Servicios Financieros en virtud de la Ley de Sociedades y, por lo tanto, no poseen una Licencia Australiana de Servicios Financieros. GSCo está regulada por la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) de Estados Unidos; GSI está regulada por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) y la Autoridad de Regulación Prudencial (PRA) de Reino Unido; GSPP está regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur (MOA) de Singapur; y GSALLC está regulada por la Comisión de Valores y Futuros (SEC) de Hong Kong; todas las cuales difieren de las leyes australianas.

Cualquier servicio financiero prestado a cualquier persona por GSCo, GSI y/ o GSPP en Australia se proporcionan de conformidad con las órdenes de clase ASIC 03/1100; 03/1099; y 03/1102 respectivamente.

Barén: GSI declara y garantiza que no ha realizado ni realizará ninguna invitación al público del Reino de Barén para suscribirse al fondo. Esta presentación no ha sido revisada por el Banco Central de Barén (BCB), quien no se responsabiliza de la exactitud de las declaraciones o la información aquí contenida, ni del rendimiento de los valores o la inversión relacionada. Tampoco será responsable ante ninguna persona por daños o pérdidas derivados de la confianza depositada en cualquier declaración o información aquí contenida. Esta presentación no se publicará, distribuirá ni pondrá a disposición del público en general.

Brasil. Estos materiales se proporcionan a petición suya y únicamente para su información, y de ninguna manera constituyen una oferta, solicitud,

publicidad o asesoramiento sobre, o en relación con, cualquier valor, fondo o producto de cualquier valor de las filiales de Goldman Sachs en Brasil o en cualquier jurisdicción en la que dicha actividad sea ilegal o no autorizada, o a cualquier persona para quien sea ilegal o no esté autorizada.

Este documento no ha sido entregado para registro a los reguladores o órganos de supervisión financiera competentes en Brasil, como la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), ni su contenido ha sido revisado o aprobado por dichos reguladores o órganos de supervisión financiera.

Los valores, fondos o productos descritos en este documento no han sido registrados ante los organismos reguladores o de supervisión financiera pertinentes en Brasil, como la CVM, ni se han sometido a su aprobación. El destinatario se compromete a mantener la confidencialidad de estos materiales, así como de la información aquí contenida, y a no divulgarlos a terceros.

Chile: Fecha de inicio de la oferta: (i) La presente oferta se acoge a la Norma de Carácter General N° 336 de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile; (ii) La presente oferta versa sobre valores no inscritos en el Registro de Valores o en el Registro de Valores Extranjeros que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros, por lo que los valores sobre los cuales ésta versa, no están sujetos a su fiscalización; (iii) Que por tratarse de valores no inscritos, no existe la obligación por parte del emisor de entregar en Chile información pública respecto de estos valores; y (iv)

Estos valores no podrán ser objeto de oferta pública mientras no sean inscritos en el Registro de Valores correspondiente.

Dubái: Goldman Sachs International ("GSI") está autorizada y regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái ("DFSA") en el DIFC, y la Autoridad de Servicios Financieros ("FSA") está autorizada por la Autoridad de Regulación Prudencial y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial en el Reino Unido. El domicilio social de la sucursal del DIFC es Level 5, Gate Precinct Building 1, Dubai International Financial Centre, PO Box 506588, Dubái, EAU, y el domicilio social de GSI en el Reino Unido es Plumtree Court, 25 Shoe Lane, Londres, EC4A 4AU, Reino Unido. Este material está destinado exclusivamente a contrapartes del mercado y clientes profesionales, y no a clientes minoristas, según lo define el Reglamento de la DFSA.

Cualquier producto al que se hace referencia en este material sólo estará disponible para aquellos clientes que entren dentro de la definición de contrapartes del mercado y clientes profesionales.

Israel: Goldman Sachs no está autorizado a proporcionar asesoramiento de inversiones ni servicios de gestión de inversiones según la legislación israelí.

Corea: Ninguna entidad de Goldman Sachs, salvo Goldman Sachs (Asia) LLC, Goldman Sachs Asset Management International y Goldman Sachs Asset Management Korea Co., Ltd., cuenta actualmente con licencia para prestar servicios discrecionales de gestión de inversiones y asesoramiento a clientes en Corea, y nada de lo contenido en este material debe interpretarse como una oferta para prestar dichos servicios, salvo que lo permitan las leyes y normativas pertinentes. Goldman Sachs (Asia)

LLC está registrada como Sociedad de Gestión de Inversiones Discrecionales Transfronterizas y Sociedad de Asesoramiento de Inversiones Transfronterizas ante la Comisión de Supervisión Financiera de Corea, y como corporación autorizada para, entre otras actividades reguladas, asesorar sobre valores y gestión de activos ante la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. Goldman Sachs Asset Management International está autorizada como Sociedad de Gestión de Inversiones Discrecionales Transfronterizas y Sociedad de Asesoramiento de Inversiones Transfronterizas ante la Comisión de Supervisión Financiera de Corea, como asesor de inversiones ante la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos y para la Gestión de Inversiones ante la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido. Goldman Sachs Asset Management Korea Co., Ltd. está autorizada como Sociedad de Gestión de Activos en Corea y también está registrada como Sociedad de Asesoramiento de Inversiones y Sociedad de Gestión de Inversiones Discrecionales ante la Comisión de Supervisión Financiera de Corea. Se pueden proporcionar los datos de sus respectivos directivos y accionistas mayoritarios previa solicitud.

Omán: La información contenida en estos materiales no constituye una oferta pública de valores en el Sultanato de Omán según lo contemplado por la Ley de Sociedades Comerciales de Omán (Decreto Sultaní 4/74) o la Ley del Mercado de Capitales de Omán (Decreto Sultaní 80/98) ni constituye una oferta de venta o la solicitud de cualquier oferta para comprar valores no omaníes en el Sultanato de Omán según lo contemplado por el Artículo 6 del Reglamento Ejecutivo de la Ley del Mercado de Capitales (emitido mediante la Decisión Ministerial No. 4/2001).

Además, estos materiales no tienen por objeto conducir a la celebración de ningún contrato de cualquier naturaleza dentro del territorio del Sultanato de Omán.

Panamá: Estos Valores no han sido ni serán registrados ante la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá bajo el Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999 (la "Ley Panameña de Valores") y no podrán ser ofrecidos o vendidos dentro de Panamá excepto en ciertas transacciones limitadas exentas de los requisitos de registro de la Ley Panameña de Valores.

Estos Valores no se benefician de los incentivos fiscales que brinda la Ley Panameña de Valores.

y no están sujetos a la regulación ni supervisión de la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá. Este material constituye información genérica sobre Goldman Sachs y los productos y servicios que ofrece, y no debe interpretarse como una oferta o prestación de ningún servicio o producto específico de Goldman Sachs para el cual se requiera autorización o licencia previa de los reguladores panameños.

Perú: Los productos o valores a que se refiere el presente documento no han sido registrados ante la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y se colocan mediante una oferta privada. La SMV no ha revisado la información proporcionada al inversionista.

Catar: Las inversiones descritas en este documento no se han ofrecido, vendido ni entregado, en ningún momento, directa ni indirectamente, en el Estado de Catar de forma que constituya una oferta pública. Este documento no ha sido registrado, revisado ni aprobado por la Autoridad de Mercados Financieros de Catar, la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Catar ni el Banco Central de Catar, y no podrá distribuirse públicamente. Este documento está dirigido únicamente al destinatario original y no debe proporcionarse a ninguna otra persona. No está destinado a la circulación general en el Estado de Catar y no puede reproducirse ni utilizarse para ningún otro fin.

Singapur: Este documento no se ha entregado para su registro ante los organismos reguladores o de supervisión financiera pertinentes de Hong Kong o Singapur, ni su contenido ha sido revisado ni aprobado por ningún organismo de supervisión financiera o autoridad reguladora. La información contenida en este documento se proporciona a petición suya y únicamente para su información. No constituye una oferta ni una invitación a suscribir valores o participaciones de ningún tipo.

En consecuencia, a menos que lo permitan las leyes de valores de Hong Kong o Singapur, (i) ninguna persona podrá emitir ni hacer que se emita este documento, directa o indirectamente, salvo a personas que sean inversores profesionales, inversores institucionales, inversores acreditados u otros destinatarios autorizados según las leyes o reglamentos pertinentes; (ii) ninguna persona podrá emitir ni tener en su posesión, a efectos de emisión, este documento ni ningún anuncio, invitación o documento relacionado con él, ya sea en Hong Kong, Singapur o en cualquier otro lugar, que esté dirigido al público de Hong Kong o Singapur o cuyo contenido sea susceptible de ser consultado por este; y (iii) la colocación de valores o participaciones al público de Hong Kong y Singapur está prohibida. Antes de invertir en valores o participaciones de cualquier tipo, debe considerar si los productos son adecuados para usted.

Sudáfrica: Goldman Sachs no ofrece servicios de impuestos, contabilidad,

Ofrecemos asesoramiento legal o de inversión a nuestros clientes, y se recomienda a todos ellos que consulten con sus asesores sobre cualquier posible inversión o transacción. Este material es solo para fines de discusión y no pretende contener un análisis exhaustivo de los riesgos y beneficios de ninguna idea o estrategia aquí descrita. Cualquier posible inversión o transacción descrita en este documento está sujeta a cambios y a las aprobaciones internas de Goldman Sachs.

Goldman Sachs International es un proveedor de servicios financieros autorizado en Sudáfrica según la Ley de Servicios de Intermediación y Asesoramiento Financiero de 2002.

Ucrania: Goldman Sachs & Co. La LLC no está registrada en Ucrania y lleva a cabo su actividad y presta servicios a sus clientes sobre una base puramente transfronteriza y no ha establecido ningún establecimiento permanente según la legislación ucraniana.

La información contenida en este documento no deberá considerarse publicidad según la legislación ucraniana.

Emiratos Árabes Unidos: La información contenida en este documento no constituye, ni pretende constituir, una oferta pública de valores en los Emiratos Árabes Unidos de conformidad con la Ley de Sociedades Comerciales (Ley Federal n.º 8 de 1984, en su versión modificada) ni de ninguna otra forma según las leyes de los Emiratos Árabes Unidos. Este documento no ha sido aprobado ni presentado ante el Banco Central de los Emiratos Árabes Unidos ni ante la Autoridad de Valores y Materias Primas. Si no comprende el contenido de este documento, le recomendamos consultar con un asesor financiero.

Este documento se proporciona únicamente al destinatario y no debe proporcionarse a ninguna otra persona ni debe ser utilizado como base para su uso.

Reino Unido: Este material ha sido aprobado para su publicación en el Reino Unido, únicamente a los efectos del Artículo 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000, por GSI, Plumtree Court, 25 Shoe Lane, Londres, EC4A 4AU, Reino Unido. Autorizado por la Autoridad de Regulación Prudencial y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial.

© 2025 Goldman Sachs. Todos los derechos reservados.



Contribuyentes adicionales de la  
El Grupo de Estrategia de Inversión incluye:

Nathan Chen  
vicepresidente

Charles Deng  
vicepresidente

Rick Harrell  
vicepresidente

Rob Hunter  
vicepresidente

Carol Jiang  
vicepresidente

Rubio Wang  
vicepresidente

Xinni Cai  
Analista

Efrain Sutherland  
Analista

GS

Leer más en [gs.com](https://www.gs.com)