



REVISIÓN DE
MITAD DE AÑO 2026

Mantener
el marco,
afinar la
ejecución

JUNIO 2026



ÍNDICE

1. Apertura y tesis central	4
1.1. Carta del Director de Inversiones	5
1.2. Resumen ejecutivo	6
1.3. Cuatro señales que explican la revisión de mitad de año	7
2. Cuadro de validación de hipótesis	9
3. Lo que se ha validado	10
3.1. Capital con precio	10
3.2. Inteligencia artificial	11
3.3. Dispersión y selección	12
3.4. Protección estructural	13
4. Lo que exige matices	14
4.1. Crecimiento menos homogéneo	14
4.2. Inflación menos dominante, pero todavía relevante	15
4.3. Europa y emergentes	16
5. Divergencias de mercado	18
5.1. Divergencias principales	18
5.2. De la complacencia a la disciplina	19
6. Ajustes de cartera	20
6.1. Visión general para la segunda mitad del año	20
6.2. Renta variable	21
6.3. Renta fija y crédito	22
6.4. Mercados privados	23
6.5. Activos reales, oro, materias primas y liquidez	24
7. Riesgos, escenarios y ejecución	26
7.1. Riesgos principales y mitigantes	26
7.2. Escenarios para la segunda mitad del año	27
7.3. Cuadro de mando para Comité	28
7.4. Lista de comprobación de implementación	29
8. Conclusión	31
Glosario	33

1. APERTURA Y TESIS CENTRAL

1. APERTURA Y TESIS CENTRAL

1.1. CARTA DEL DIRECTOR DE INVERSIONES

Mantener el marco, afinar la ejecución

A mitad de año, la pregunta relevante no es solo si el escenario definido a comienzos de 2026 sigue siendo válido. La pregunta más importante es cómo debemos ejecutarlo en un entorno donde el crecimiento resiste, pero con menor homogeneidad; donde la inteligencia artificial impulsa inversión y beneficios, pero también eleva las expectativas; y donde los mercados han avanzado con una concentración superior a la que sugieren los índices agregados.

El marco de inicio de año partía de una idea central: el mundo había dejado atrás la etapa de liquidez abundante y dinero sin coste. Los tipos reales positivos, la mayor dispersión entre activos y la necesidad de seleccionar con más disciplina volvían a ser pilares esenciales de la construcción de cartera. Esa lectura se mantiene vigente. El capital sigue teniendo precio y cada decisión de inversión debe justificarse por crecimiento real de beneficios, generación de caja, ingresos recurrentes, calidad de balance o capacidad de preservar poder adquisitivo.

Sin embargo, validar el marco no significa ser complacientes. La recuperación de los activos de riesgo se apoya en una base más estrecha de lo que sugieren los titulares. La concentración en pocas compañías, los diferenciales de crédito ajustados, la relajación de las condiciones financieras y el aumento de los riesgos fiscales y geopolíticos obligan a afinar la ejecución. No se trata de reducir riesgo de forma indiscriminada, sino de asumirlo mejor.

En gestión patrimonial, la calidad de la ejecución no se mide únicamente por su impacto en un trimestre o en un ejercicio. Su verdadero valor se observa a lo largo del tiempo: en la capacidad de la cartera para preservar flexibilidad, evitar ventas forzadas, financiar la paciencia y mantener coherencia a través de distintos ciclos. El horizonte de una gran familia no termina en el cierre del año; es, por naturaleza, intergeneracional.

Por eso, esta revisión de mitad de año no pretende reescribir el escenario, sino comprobar qué se ha validado, qué exige matices y qué ajustes debemos introducir para proteger la arquitectura patrimonial. La prioridad sigue siendo la misma: construir carteras capaces de participar en el crecimiento, resistir entornos adversos y mantener capacidad de actuación cuando el mercado se desordena.



Nicolás Pérez de la Blanca Burgos, CFA
Global Chief Investment Officer
Beyond Wealth



La visión define el rumbo; la ejecución determina la capacidad de atravesar el ciclo sin decisiones forzadas.

1.2. RESUMEN EJECUTIVO

El marco sigue vigente, pero el margen de error se ha reducido

El escenario definido a inicio de año se mantiene válido en sus pilares principales: tipos reales positivos, inteligencia artificial como motor de inversión y beneficios, mayor dispersión entre activos y recuperación de la protección patrimonial como parte esencial de la arquitectura de cartera.

La validación del marco, sin embargo, se produce en un entorno más exigente. La recuperación de los activos de riesgo se apoya en una base más estrecha de lo que sugieren los índices agregados. La concentración en pocas compañías, los diferenciales de crédito ajustados, la relajación de las condiciones financieras y la presión fiscal en las principales economías desarrolladas reducen el margen de seguridad.

El crecimiento global sigue siendo positivo, pero menos sincronizado. Estados Unidos conserva una posición relativa más sólida, Europa combina fragilidad macroeconómica con catalizadores selectivos y los mercados emergentes exigen una lectura por país. La inflación se ha moderado frente a los máximos del ciclo, pero el proceso no es lineal y sigue condicionado por energía, servicios, salarios y expectativas.

La conclusión no es reducir riesgo de forma indiscriminada, sino asumirlo con más precisión. La segunda mitad del año exigirá diferenciar mejor entre crecimiento real y crecimiento descontado, entre rentabilidad corriente y riesgo de crédito, entre exposición a inteligencia artificial y monetización efectiva, y entre diversificación real y acumulación de posiciones.



MARCO VALIDADO

Tipos reales positivos, IA, dispersión, protección patrimonial



ENTORNO MÁS EXIGENTE

Concentración, crédito ajustado, condiciones financieras relajadas, presión fiscal



RIESGO PRINCIPAL

El mercado descuenta un escenario benigno con menor margen de seguridad



IMPLICACIÓN DE CARTERA

Más calidad, selección, liquidez estratégica y disciplina de valoración



**El escenario no exige cambiar de rumbo, sino afinar la ejecución.
En un entorno con menos margen de seguridad, la calidad de las decisiones será más importante que la dirección agregada del mercado.**

1.3. CUATRO SEÑALES QUE EXPLICAN LA REVISIÓN DE MITAD DE AÑO

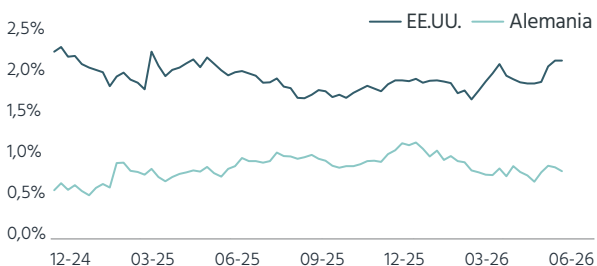
El marco sigue vigente, pero exige una ejecución más precisa

La revisión del escenario no responde a un cambio de dirección, sino a una lectura más exigente de las condiciones actuales. Cuatro señales reducen el margen de seguridad y obligan a afinar la ejecución.

01.

El capital sigue teniendo precio

Tipos reales EE. UU. y Alemania.



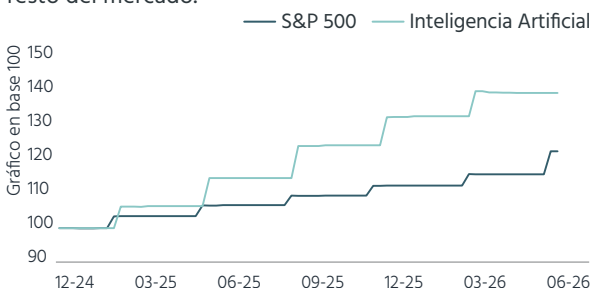
Lectura de inversión. Los tipos reales positivos siguen condicionando valoración, deuda, duración e iliquidez.

Implicación. Exigir beneficios, caja y calidad de balance.

03.

La IA ya impacta en beneficios

Crecimiento/revisión de beneficios o IA frente al resto del mercado.



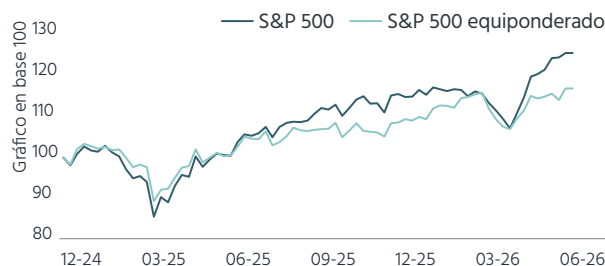
Lectura de inversión. La inteligencia artificial ya impulsa inversión, beneficios e infraestructura.

Implicación. Diferenciar exposición nominal de monetización efectiva.

02.

La subida no es homogénea

S&P 500 ponderado por capitalización frente a S&P 500 equiponderado.



Lectura de inversión. Los índices agregados ocultan una participación desigual del mercado.

Implicación. Controlar concentración y diversificar por motores reales.

04.

El crédito ajustado

Diferenciales de crédito grado de inversión y alto rendimiento.



Lectura de inversión. La rentabilidad corriente es atractiva, pero los diferenciales ofrecen poca prima de seguridad.

Implicación. Priorizar calidad, crédito senior y duración controlada.

Fuente: Bloomberg. Mayo 2026. Índices utilizados en gráfico 2: SPX y SPW; en gráfico 3: SPX y BAIAT; gráfico 4: LUACOAS y LF98OAS.



El mercado ha mejorado, pero la calidad del riesgo asumido importa más que el nivel agregado de los índices.

2. CUADRO DE VALIDACIÓN DE HIPÓTESIS

Hipótesis validadas, matizadas y riesgos en aumento Qué se ha confirmado y qué implica para cartera

Hipótesis	Estado	Lectura	Decisión de cartera
Tipos reales positivos	Validada	El capital sigue teniendo precio y condiciona valoración, deuda e iliquidez	Disciplina de valoración, duración intermedia y calidad de balance
Inteligencia artificial	Validada con matices	La IA impulsa inversión y beneficios, pero el precio exige monetización real	Mantener exposición estructural con filtros de caja, recurrencia y retorno sobre capital
Concentración de mercado	Riesgo en aumento	Los índices dependen de pocos líderes, especialmente en EE. UU.	Mantener líderes de calidad, pero con límites y reequilibrio
Europa	Parcialmente validada	Macro frágil, pero catalizadores en defensa, energía, redes e industriales	Selección por compañías y catalizadores, no exposición agregada
Crédito	Validada con cautela	La renta fija remunera, pero los diferenciales están ajustados	Priorizar grado de inversión, crédito senior y duración controlada
Activos reales y liquidez	Validada	Oro, activos reales y liquidez cumplen funciones diferenciadas	Mantener protección funcional y liquidez estratégica
Emergentes	Validada con matices	China, Brasil y México responden a motores distintos	Construir exposición por país, no por índice
Riesgo fiscal y prima por plazo	Riesgo en aumento	Déficits, deuda y emisión elevan la importancia de la prima por plazo	Prudencia en duración larga y diversificación de coberturas
Liquidez estratégica	Validada	La liquidez remunera y permite actuar sin ventas forzadas	Separar liquidez operativa, reserva estratégica y capital de oportunidad
Mercados privados	Validada con matices	Mejora la actividad, pero la liquidez sigue siendo crítica	Programar compromisos, vigilar distribuciones y usar secundarios



El marco sigue vigente, pero la ejecución debe ser más selectiva. La segunda mitad del año exigirá distinguir entre crecimiento real y crecimiento descontado, entre ingresos recurrentes y riesgo de crédito, entre protección e inmovilización, y entre diversificación real y acumulación de posiciones.



3. LO QUE SE HA VALIDADO

3.1. CAPITAL CON PRECIO

Los tipos reales positivos continúan ordenando la asignación de activos

El primer semestre ha confirmado una de las ideas centrales del escenario definido a inicio de año: el capital vuelve a tener precio. Aunque los activos de riesgo han mostrado un comportamiento positivo, los tipos reales positivos siguen condicionando valoraciones, duración, coste de la deuda y viabilidad de estrategias dependientes de financiación barata.

La diferencia frente a la última década es profunda. Durante años, la liquidez abundante permitió que muchas inversiones funcionaran por expansión de múltiplos, refinanciación sencilla o búsqueda de rentabilidad sin suficiente discriminación. Hoy el mercado puede seguir subiendo, pero ya no todo sube por las mismas razones ni con la misma calidad.

Cuando el capital tiene precio, las valoraciones necesitan más justificación. En renta variable, las compañías deben sostener beneficios, márgenes y generación de caja para defender múltiplos exigentes. En renta fija, hay que distinguir entre rentabilidad derivada del tipo base y compensación real por riesgo de crédito. En activos ilíquidos, la prima exigida debe ser mayor, porque inmovilizar capital vuelve a tener coste de oportunidad.

Este entorno favorece activos capaces de generar beneficios visibles, flujo de caja recurrente, balances sólidos y poder de fijación de precios. Penaliza, en cambio, tesis basadas en beneficios lejanos, expansión de múltiplos, apalancamiento elevado o refinanciación favorable.

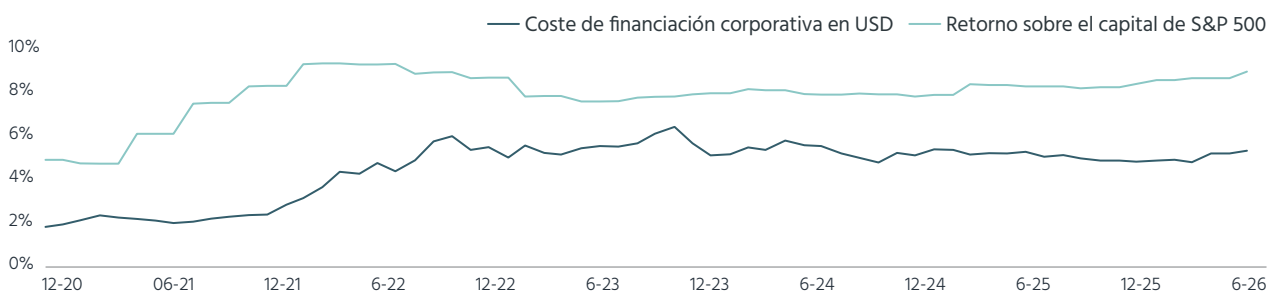
DURACIÓN INTERMEDIA

CALIDAD DE BALANCE

GENERACIÓN DE CAJA

MENOR DEPENDENCIA DEL APALANCAMIENTO

Evolución del coste de capital



Implicación para cartera

Mantener exposición al crecimiento, pero con mayor disciplina en valoración, calidad de balance, control del apalancamiento, duración intermedia y preferencia por activos con beneficios, flujo de caja e ingresos recurrentes.

Fuentes: Bloomberg. Mayo 2026.



Cuando el capital tiene precio, la calidad deja de ser una preferencia y vuelve a ser una necesidad.

3.2. INTELIGENCIA ARTIFICIAL

Inversión de capital, beneficios y productividad todavía por demostrar

El primer semestre ha confirmado que la inteligencia artificial ha pasado de ser una narrativa de mercado a convertirse en una fuerza real de inversión y beneficios. Su impacto ya se observa en inversión de capital, demanda de semiconductores, centros de datos, servicios de computación, redes eléctricas, consumo energético y revisiones de beneficios en compañías vinculadas a la cadena de valor digital.

1 Narrativa

El primer nivel de validación está en la inversión. Las grandes compañías tecnológicas y los proveedores de infraestructura digital han acelerado sus planes de gasto para ampliar capacidad de cálculo, almacenamiento, conectividad y centros de datos. La inteligencia artificial se ha convertido en un ciclo de inversión física, no solo en una expectativa de crecimiento futuro.

2 Beneficios

El segundo nivel está en los beneficios. Parte del liderazgo bursátil reciente se apoya en compañías que ya están capturando ingresos relacionados con semiconductores, plataformas de computación, servicios digitales e infraestructura. Esto da fundamento a la temática, pero también aumenta la exigencia: cuando el mercado ya descuenta crecimiento elevado, los resultados deben confirmar ingresos, márgenes y generación de caja.

3 Cadena de valor

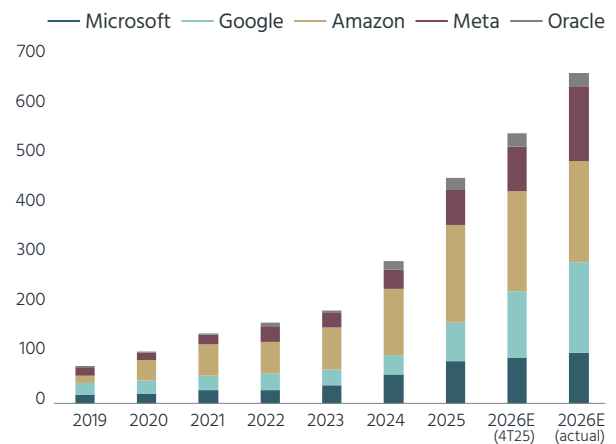
El tercer nivel está en la cadena de valor. La inteligencia artificial no escala sin capacidad de cálculo, memoria, centros de datos, electricidad, refrigeración, redes y seguridad digital. Esto amplía las alternativas más allá de las grandes plataformas tecnológicas y la conecta con energía, infraestructuras, automatización industrial y eficiencia operativa.

4 Productividad

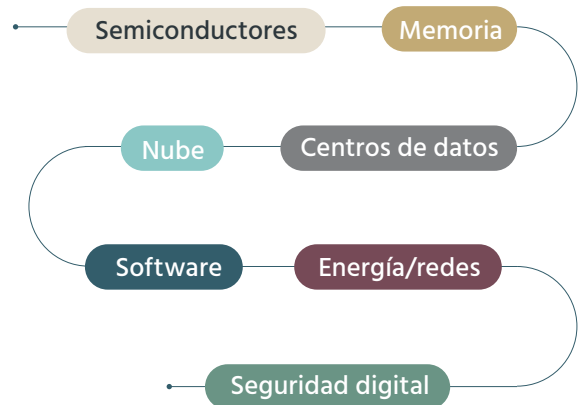
El cuarto nivel, todavía menos probado, es la productividad. La inteligencia artificial puede mejorar procesos, reducir costes y elevar la eficiencia empresarial, pero ese impacto aún debe traducirse de forma más amplia en beneficios fuera de los líderes actuales.

Planes de inversión de las hyperscalers

(Miles de millones de dólares)



Cadena de valor de IA



QUÉ COMPRAR

Monetización, caja, recurrencia, retorno sobre capital.

QUÉ EVITAR

Narrativa sin ingresos, múltiplos sin caja, inversión de capital sin retorno claro.

Fuentes: Bloomberg. Mayo 2026.



La inteligencia artificial es estructural, pero el mercado ya no remunera simplemente estar expuesto a la temática; remunera demostrar monetización, caja y retorno sobre la inversión.

3.3. DISPERSIÓN Y SELECCIÓN

La selección recupera protagonismo frente a la exposición indiscriminada

El primer semestre ha confirmado que la rentabilidad de los mercados ya no depende solo de estar invertido, sino de dónde, cómo y a qué precio. Los índices agregados han avanzado, pero la participación del conjunto del mercado sigue siendo desigual.

En renta variable, una parte relevante de la rentabilidad procede de un grupo reducido de compañías con beneficios sólidos, liderazgo tecnológico y exposición a inteligencia artificial. La calidad de esos líderes es real, pero su peso en los índices aumenta la sensibilidad del mercado a revisiones de beneficios, tipos reales o decepciones en la monetización de la IA.

La dispersión también se observa por regiones, sectores y estilos. Estados Unidos mantiene liderazgo por beneficios e innovación, pero con valoraciones exigentes. Europa ofrece descuento relativo, aunque exige catalizadores concretos. En emergentes, la lectura debe ser por país, no por bloque.

En crédito ocurre algo similar. La rentabilidad corriente vuelve a ser atractiva, pero no todos los diferenciales compensan igual el riesgo asumido. La selección debe centrarse en calidad del emisor, vencimientos, prioridad de cobro, liquidez y fortaleza de balance.

Dispersión regional

- Estados Unidos: calidad y valoración.
- Europa: descuento y catalizadores.
- Emergentes: país por país.

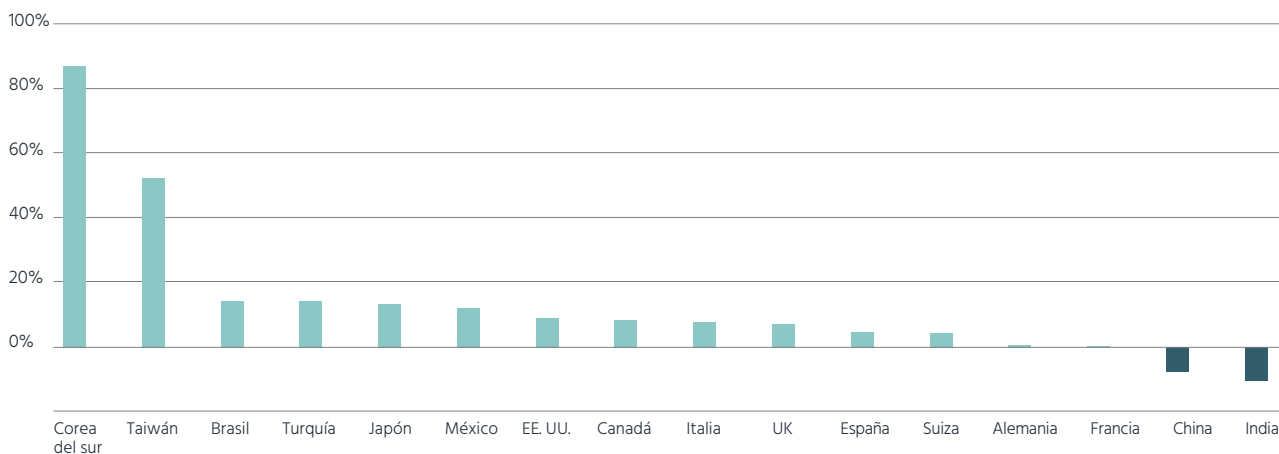
Dispersión en crédito

- Ingreso atractivo, pero diferenciales ajustados y selección necesaria.

Diversificación real

- Medir exposición por factores:
 - tipos
 - IA
 - crédito
 - liquidez
 - divisa
 - ciclo
 - calidad

Comportamiento acumulado en 2026 en dólares



Implicación para cartera

- Reducir la exposición indiscriminada al mercado
- Reforzar la selección por beneficios
- Caja, valoración, calidad de balance y liquidez
- Medir la diversificación por factores reales de riesgo

Fuentes: Bloomberg. Mayo de 2026. ETF más representativo de cada país.



La diversificación que importa no es la que se ve en el número de posiciones, sino la que se mantiene cuando el mercado se estresa.

3.4. PROTECCIÓN ESTRUCTURAL

Proteger no es evitar volatilidad, sino preservar capacidad de decisión

El primer semestre ha confirmado que la protección vuelve a tener un papel estructural dentro de la arquitectura patrimonial. En un entorno de tipos reales positivos, inflación menos predecible, deuda pública elevada, mayor emisión, tensiones geopolíticas y riesgos energéticos, la estabilidad de una cartera no puede depender de una única fuente de protección.

Durante la última década, muchas carteras se apoyaron en tres supuestos: baja inflación, bancos centrales con amplio margen de actuación y bonos largos capaces de compensar las caídas de los activos de riesgo. Ese marco es hoy menos fiable. La protección debe construirse de forma más amplia, combinando activos defensivos, fuentes reales de valor, liquidez y calidad de balance.

La protección cumple cuatro funciones. Primero, preservar poder adquisitivo frente a inflación, deterioro fiscal o pérdida de confianza en activos nominales. Segundo, amortiguar escenarios adversos sin depender exclusivamente de la duración larga. Tercero, financiar la paciencia para no vender activos de calidad en momentos de estrés. Cuarto, mantener capacidad de actuación cuando el mercado ofrece mejores precios.

Por tanto, la protección no es un bloque aislado ni una posición defensiva temporal. Es una capa estructural que conecta renta fija de calidad, activos reales, liquidez, diversificación de fuentes de retorno y disciplina de valoración.

PRESERVAR PODER ADQUISITIVO

Activos / herramientas
Oro, activos reales, compañías con poder de fijación de precios

Objetivo
Proteger frente a inflación, riesgo fiscal y deterioro monetario

AMORTIGUAR ESCENARIOS ADVERSOS

Activos / herramientas
Deuda de calidad, duración prudente, diversificación

Objetivo
Reducir dependencia de un único amortiguador

FINANCIAR LA PACIENCIA

Activos / herramientas
Liquidez estratégica, ingresos recurrentes, baja necesidad de ventas

Objetivo
Evitar ventas forzadas

MANTENER CAPACIDAD DE ACTUACIÓN

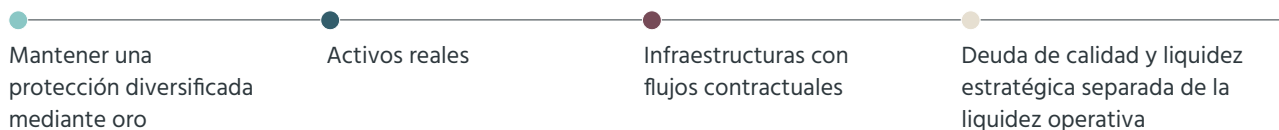
Activos / herramientas
Capital de oportunidad, reglas de despliegue, liquidez disponible

Objetivo
Comprar calidad cuando mejora el margen de seguridad

Liquidez estratégica: capacidad de actuación



Implicación para cartera



La mejor protección no es la que evita toda volatilidad, sino la que impide tomar decisiones forzadas en el peor momento.

4. LO QUE EXIGE MATICES

4.1. CRECIMIENTO MENOS HOMOGÉNEO

Una economía global más resiliente, pero menos sincronizada

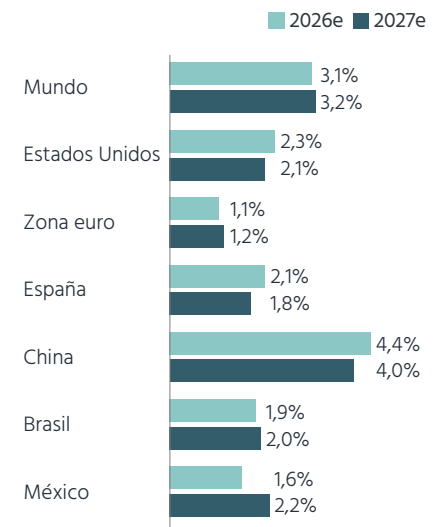
El crecimiento global sigue siendo positivo, aunque a un ritmo moderado y con una dispersión elevada entre regiones. El mensaje no es recesión global, sino crecimiento con menor margen frente a shocks geopolíticos, energéticos, fiscales y financieros.

Estados Unidos conserva una posición relativa más sólida, apoyada en inversión, mercado laboral y sectores vinculados a tecnología, aunque con menor margen frente a tipos reales positivos, presión fiscal y valoraciones exigentes.

Europa presenta una situación más frágil. La región sigue condicionada por bajo crecimiento potencial, menor productividad, sensibilidad energética y mayores necesidades de gasto en defensa y seguridad. España mantiene una posición relativa más favorable, pero no cambia la lectura agregada de una zona euro vulnerable.

En emergentes, la lectura debe hacerse por país. China continúa desacelerándose y exige prudencia; Brasil se normaliza con sensibilidad a tipos, divisa, fiscalidad y materias primas; México se recupera desde niveles bajos, pero mantiene una elevada dependencia del ciclo estadounidense, comercio e industria.

Crecimiento real del PIB



	Estados Unidos	Zona euro	España	China	Brasil	México
Diagnóstico	Crecimiento moderado, pero resistente	Recuperación frágil	Crecimiento superior a la zona euro	Desaceleración gradual	Normalización	Recuperación desde niveles bajos
Riesgo principal	Tipos reales, fiscalidad y valoración	Energía, productividad y presión fiscal	Normalización y dependencia europea	Inmobiliario y confianza privada	Fiscalidad, tipos, divisa y materias primas	Comercio, EE. UU., industria y política
Lectura de cartera	Calidad con disciplina	Selección, no exposición agregada	Exposición selectiva	Prudencia	Control de riesgo	Prudencia táctica

Implicación para cartera

Mantener exposición al crecimiento, pero evitar lecturas regionales demasiado agregadas

La clave será diferenciar entre crecimiento estructural, crecimiento cíclico y crecimiento vulnerable a shocks energéticos, fiscales o comerciales

Fuentes: FMI, World Economic Outlook, abril 2026; Banco Central Europeo, Piero Cipollone, "The new energy shock: economic scenarios and policy implications", 6 de mayo de 2026.

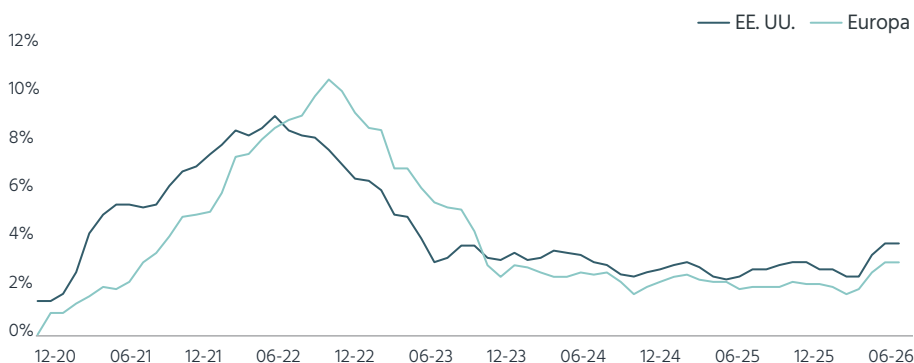


En esta fase del ciclo, no basta con identificar dónde hay crecimiento; hay que entender qué lo sostiene y qué lo puede interrumpir.

4.2. INFLACIÓN MENOS DOMINANTE, PERO TODAVÍA RELEVANTE

La desinflación avanza, aunque el proceso no es lineal

Inflación principal: dirección favorable, camino irregular



La inflación ya no domina el escenario como en 2022–2023, pero tampoco ha vuelto a ser una variable irrelevante. La desinflación acumulada sigue siendo importante, aunque los datos recientes obligan a una lectura más prudente: el camino hacia el objetivo no es automático y continúa expuesto a energía, servicios, salarios y expectativas.

El punto clave para cartera no es solo la dirección de la inflación, sino su persistencia. Una inflación más estable, pero por encima del objetivo, limita el margen de los bancos centrales para relajar de forma rápida las condiciones monetarias y mantiene los tipos reales como variable central de valoración.

Este entorno afecta de forma distinta a cada activo. En renta fija, reduce el atractivo de extender duración larga sin prima suficiente. En renta variable, favorece compañías con poder de fijación de precios, balances sólidos y generación de caja. En activos reales, justifica mantener protección frente a perturbaciones de energía, fiscalidad e inflación. En liquidez, permite que la espera tenga remuneración sin perder opcionalidad.

La conclusión es que el escenario puede seguir siendo constructivo sin ser lineal. La cartera debe participar en el crecimiento, pero no depender de una desinflación perfecta ni de bajadas rápidas de tipos.

ENERGÍA
Activo sensible
 Márgenes, consumo, Europa
Lectura de cartera
 Mantener protección energética y activos reales

SERVICIOS/ SALARIOS
Activo sensible
 Bancos centrales, duración
Lectura de cartera
 No depender de bajadas rápidas de tipos

TIPOS REALES
Activo sensible
 Renta variable de larga duración, crédito, privados
Lectura de cartera
 Exigir caja, calidad y valoración

EXPECTATIVAS
Activo sensible
 Bonos largos, divisas, oro
Lectura de cartera
 Diversificar coberturas

Antes
 Inflación como riesgo dominante

Ahora
 Inflación menos extrema, pero no resuelta

Acción
 Duración intermedia, calidad, caja y activos reales

Bloomberg. Mayo 2026



La inflación ya no es el riesgo dominante de 2022, pero el error sería extrapolar la desinflación pasada como si el camino hacia el objetivo fuese automático.

4.3. EUROPA Y EMERGENTES

Inversiones más selectivas y lectura por país

Europa y los mercados emergentes siguen ofreciendo alternativas pero requieren una lectura más selectiva que a comienzos de año. La tesis no puede apoyarse únicamente en valoración atractiva, crecimiento agregado o exposición regional. Debe centrarse en catalizadores concretos, calidad de beneficios, vulnerabilidades macroeconómicas y función dentro de la cartera.

En Europa, la valoración sigue siendo favorable frente a Estados Unidos, pero el punto de partida macroeconómico es frágil. La región continúa condicionada por bajo crecimiento potencial, sensibilidad energética, presión fiscal, productividad limitada y mayores necesidades de gasto en defensa y seguridad. La oportunidad existe, pero debe buscarse en compañías con catalizadores claros: defensa, seguridad energética, electrificación, redes, infraestructuras, financieros e industriales de calidad.

En emergentes, la dispersión entre países es la clave. China sigue en fase de desaceleración y transición de modelo. Brasil combina normalización, materias primas, tipos, divisa y sensibilidad fiscal. México muestra recuperación desde niveles bajos, pero sigue vinculado al ciclo estadounidense, comercio e industria.

EUROPA

Lectura inicial

Valoración atractiva

Matiz actual

Macro frágil y sensibilidad energética

Implicación para cartera

Selección por catalizadores

BRASIL

Lectura inicial

Rentabilidad corriente

Matiz actual

Fiscalidad, divisa y materias primas

Implicación para cartera

Control de riesgo

CHINA

Lectura inicial

Gran bloque emergente

Matiz actual

Desaceleración y transición

Implicación para cartera

Prudencia

MÉXICO

Lectura inicial

Recuperación gradual

Matiz actual

Sensibilidad a EE. UU. y comercio

Implicación para cartera

Lectura táctica

Fuentes: FMI, Banco Central Europeo y Bloomberg. Mayo 2026



La potencial de rentabilidad existe, pero ya no se captura comprando regiones: se captura seleccionando países, sectores y funciones.



5. DIVERGENCIAS DE MERCADO

5.1. DIVERGENCIAS PRINCIPALES

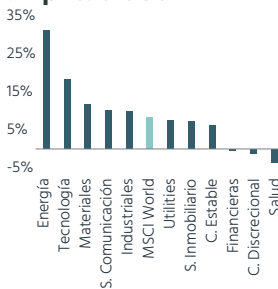
Los precios descuentan un escenario más benigno que algunos fundamentales

La recuperación es real, pero el margen de seguridad es menor

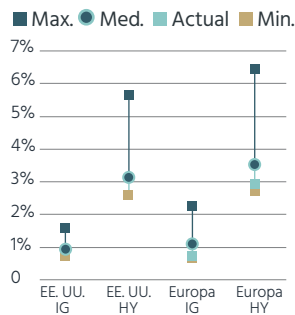
La recuperación de los activos de riesgo no invalida el escenario de inversión, pero sí obliga a reconocer una tensión creciente entre precios de mercado y fundamentales. Los índices han avanzado, los diferenciales de crédito se mantienen ajustados, la volatilidad permanece contenida y las condiciones financieras se han relajado. Sin embargo, el entorno sigue marcado por tipos reales positivos, concentración elevada, presión fiscal, inflación no lineal y riesgos geopolíticos.

La cuestión no es si el mercado puede seguir subiendo. La cuestión es cuánto margen de seguridad queda si el escenario no evoluciona de forma tan favorable como descuentan los precios.

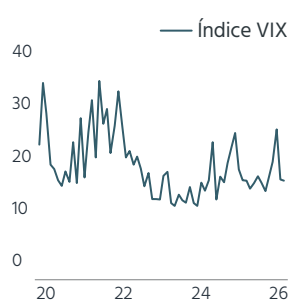
Fuerte comportamiento / amplitud débil



Crédito tranquilo / diferenciales exigentes



Volatilidad baja / riesgos elevados



Condiciones financieras relajadas / tipos reales positivos



Precio de mercado	Fundamental a vigilar	Lectura
Fuerte comportamiento	Amplitud limitada y concentración elevada	La recuperación depende todavía de pocos líderes
Diferenciales ajustados	Refinanciación más cara y menor liquidez	El crédito remunera, pero ofrece poca prima de seguridad
Volatilidad baja	Riesgos fiscales, energéticos y geopolíticos	La protección parece menos necesaria cuando más conviene mantenerla
Condiciones financieras relajadas	Tipos reales positivos y presión fiscal	El mercado anticipa alivio antes de que el régimen haya cambiado

Implicación para cartera

Identificar dónde el precio ya descuenta un escenario demasiado favorable. Mantener exposición a activos de calidad, pero con control de concentración, selección en crédito, disciplina de valoración y liquidez suficiente para actuar si el mercado vuelve a exigir más prima de riesgo.

Fuentes: Bloomberg. Mayo 2026.



La recuperación de mercado puede continuar, pero cuanto más benigno es el escenario que descuenta el precio, mayor debe ser la disciplina de ejecución.

5.2. DE LA COMPLACENCIA A LA DISCIPLINA

No reducir riesgo, sino exigir más margen de seguridad

Cuando los mercados descuentan un escenario benigno, la respuesta no debe ser necesariamente reducir riesgo, sino elevar el nivel de exigencia. La complacencia no se combate saliendo del mercado de forma indiscriminada, sino evitando pagar precios que no dejan margen de seguridad suficiente.

01.

NO PERSEGUIR PRECIO

Evitar activos donde el mercado ya descuenta un escenario casi perfecto: valoraciones exigentes, crédito de menor calidad, duración larga sin prima suficiente o estrategias ilíquidas dependientes de refinanciación favorable.

02.

REEQUILIBRAR CONCENTRACIÓN

Mantener exposición a los líderes de calidad, pero con límites claros, toma de beneficios disciplinada y diversificación hacia fuentes alternativas de rentabilidad.

03.

EXIGIR PRIMA ADECUADA

No asumir riesgo de crédito, iliquidez, duración o ciclicidad sin compensación suficiente. En crédito, importa la calidad del emisor, el vencimiento, la prioridad de cobro y la liquidez. En privados, la iliquidez debe estar remunerada y encajar con el calendario patrimonial.

04.

PRESERVAR LIQUIDEZ ESTRATÉGICA

La liquidez no es una posición pasiva. Es la herramienta que permite actuar cuando otros inversores se ven obligados a vender y el margen de seguridad mejora.

Manual de actuación



QUÉ HACEMOS

- Reequilibrar concentración
- Exigir valoración
- Mantener liquidez estratégica



QUÉ NO HACEMOS

- Perseguir rentabilidad
- Bajar calidad
- Extender duración sin prima
- Aceptar iliquidez mal pagada



QUÉ ACTIVA ACTUACIÓN

- Mejora de amplitud
- Ampliación de diferenciales
- Aumento de prima por plazo
- Dislocación de calidad

Implicación para cartera

Mantener exposición al riesgo, pero con reglas más estrictas de precio, concentración, calidad, liquidez e iliquidez. La prioridad no es adivinar el próximo ajuste de mercado, sino asegurar que la cartera pueda actuar si ese ajuste se produce.



**El riesgo no está solo en equivocarse de escenario,
sino en pagar demasiado por el correcto.**

6. AJUSTES DE CARTERA

6.1. VISIÓN GENERAL PARA LA SEGUNDA MITAD DEL AÑO

No reducir riesgo, sino asumirlo mejor

La revisión de mitad de año no exige un cambio radical de dirección. El escenario central sigue siendo constructivo, pero el margen de seguridad se ha reducido. La respuesta no debe ser reducir riesgo de forma indiscriminada, sino mejorar la calidad del riesgo asumido.

La cartera debe organizarse por funciones: crecimiento, flujo, protección y flexibilidad. Este enfoque permite evitar una diversificación aparente y construir una arquitectura más robusta para distintos escenarios.

Arquitectura funcional

Función	Lectura	Decisión
Crecimiento	Necesario, pero debe apoyarse en beneficios reales, caja y valoración razonable	Mantener renta variable de calidad, IA monetizable y privados con creación operativa de valor
Flujo	Los ingresos recurrentes vuelven a ser relevantes, pero no todos los diferenciales compensan	Priorizar grado de inversión, crédito senior, duración intermedia e infraestructuras con contratos estables
Protección	La protección no puede depender solo de duración larga ni de una única cobertura	Mantener oro, activos reales, deuda de calidad e infraestructuras esenciales
Flexibilidad	La liquidez remunerera y evita ventas forzadas	Separar liquidez operativa, reserva estratégica y capital de oportunidad

Implementación por bloque

	Mantener / reforzar	Reducir / evitar	Vigilar
Renta variable	Calidad, beneficios sostenibles, caja, IA monetizable y liderazgo sectorial	Exposición indiscriminada, concentración excesiva y crecimiento sin caja	Valoraciones, amplitud y revisiones de beneficios
Renta fija y crédito	Duración intermedia, deuda pública de calidad, grado de inversión y crédito senior	Alto rendimiento débil, duración larga sin prima y baja liquidez	Prima por plazo, diferenciales, impagos y refinanciación
Mercados privados	Programa estructural, secundarios, crédito privado senior y gestores con capacidad operativa	Compromisos sin calendario, iliquidez no remunerada y apalancamiento excesivo	Llamadas de capital, distribuciones y valoraciones
Activos reales	Oro, infraestructuras, energía y cobre/redes con función clara	Exposición cíclica sin propósito definido	Energía, inflación, geopolítica y demanda eléctrica
Liquidez	Liquidez operativa, reserva estratégica y capital de oportunidad	Caja residual sin reglas de uso	Niveles de despliegue y necesidades futuras



La segunda mitad del año exige menos inercia y más jerarquía en la toma de riesgo.

6.2. RENTA VARIABLE

Beneficios sólidos, valoración exigente

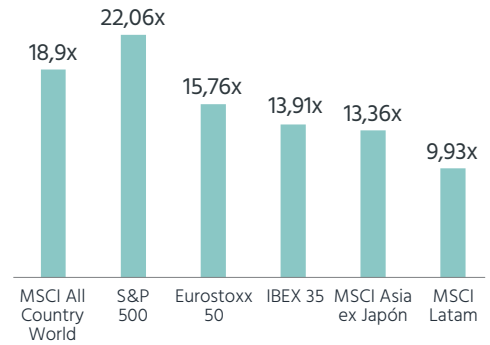
La clave está en distinguir crecimiento real de múltiplos ya descontados

La renta variable global sigue siendo el principal motor de crecimiento patrimonial, pero el punto de partida para la segunda mitad del año es más exigente. El soporte fundamental ha mejorado: los beneficios siguen creciendo, la inteligencia artificial impulsa revisiones positivas en tecnología y semiconductores, y algunos sectores cíclicos han mostrado más resistencia de la esperada. Sin embargo, esa mejora convive con valoraciones ajustadas, concentración elevada y mayor dispersión entre regiones, sectores y estilos.

El mensaje no es que la renta variable esté excesivamente cara en agregado, sino que el margen de seguridad es desigual. Estados Unidos mantiene liderazgo por beneficios, escala e innovación, pero exige disciplina de valoración. Europa ofrece descuento relativo, aunque requiere catalizadores concretos. Japón mantiene una tesis diferenciada por gobierno corporativo y retorno al accionista. En emergentes, la exposición debe construirse por país: China con prudencia, Brasil con control de riesgo y México con lectura táctica.

La concentración sigue siendo un condicionante. La exposición a los líderes de calidad puede seguir teniendo sentido, pero debe acompañarse de límites, reequilibrio y diversificación hacia otras fuentes de rentabilidad. En esta fase, no basta con comprar crecimiento; hay que comprobar qué parte está respaldada por beneficios, caja y retorno sobre capital.

PER esperado próximos 12 meses



Peso de las mayores compañías del S&P 500

La concentración justifica límites y reequilibrio.



	Estados Unidos	Europa	Japón	China	Brasil	México
Lectura de mercado	Beneficios sólidos, IA y calidad; valoración exigente	Descuento relativo, pero macro frágil	Gobierno corporativo y retorno al accionista	Valoración baja, pero prima de riesgo estructural	Tipos, materias primas y divisa	Control de riesgo
Acción de cartera	Mantener núcleo de calidad con disciplina	Selección por catalizadores	Mantener exposición selectiva	Prudencia y selección	Sensibilidad a EE. UU., comercio e industria	Lectura táctica

Implicación para cartera

Mantener renta variable como bloque de crecimiento, pero reforzar filtros de beneficios visibles, generación de caja, valoración razonable, balance sólido, liderazgo sectorial y control de concentración. No se trata de reducir exposición de forma indiscriminada, sino de evitar pagar cualquier precio por crecimiento.

Bloomberg, Mayo 2026.



La renta variable sigue siendo necesaria a largo plazo, pero la rentabilidad futura dependerá más de beneficios y selección que de expansión de múltiplos.

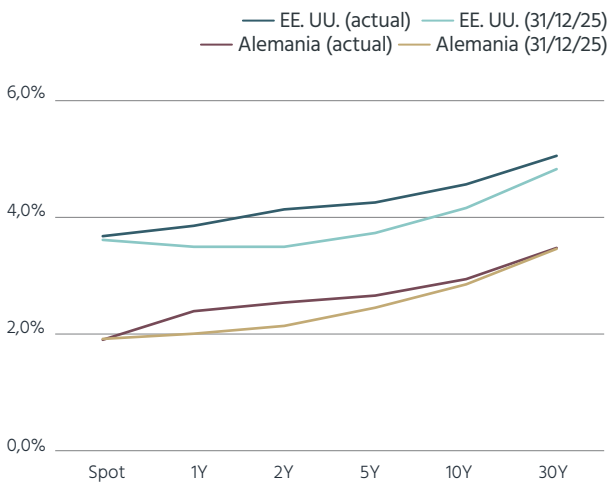
6.3. RENTA FIJA Y CRÉDITO

Ingresos recurrentes, margen de seguridad limitado

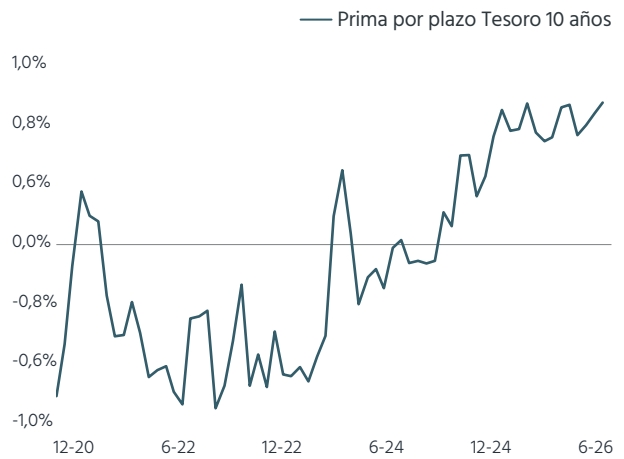
La ventaja está en el ingreso, no en comprar diferenciales estrechos sin selección

La renta fija vuelve a tener una función relevante en carteras patrimoniales: genera ingresos, diversifica y aporta capacidad de estabilización. Sin embargo, el punto de partida exige precisión. Las rentabilidades son atractivas frente a la última década, pero una parte importante procede del tipo base, no de una compensación generosa por asumir riesgo de crédito.

Deuda pública: nivel de tipos y valor relativo



Prima por plazo: duración larga exige compensación



Segmento	Lectura de mercado	Riesgo principal	Acción de cartera
Tesoro EE. UU.	Rentabilidad absoluta elevada	Prima fiscal, duración y divisa	Preferir tramos intermedios; cubrir divisa cuando proceda
Bund alemán	Menor rentabilidad, mayor función defensiva en euro	Crecimiento bajo e inflación energética	Mantener como estabilizador selectivo
Grado de inversión EE. UU.	Rentabilidad atractiva, diferencial ajustado	Sensibilidad a curva y dólar	Calidad y duración controlada
Grado de inversión Europa	Menor crecimiento, emisores defensivos	Fragilidad macro	Selección por balance
Alto rendimiento	Diferenciales bajos frente al riesgo	Refinanciación y deterioro de márgenes	Mayor calidad dentro del universo
Emergentes USD	Rentabilidad corriente atractiva	Divisa, política y liquidez	Selección por país y calidad soberana/corporativa
Liquidez	Liquidez operativa, reserva estratégica y capital de oportunidad	Caja residual sin reglas de uso	Niveles de despliegue y necesidades futuras

Implicación para cartera

Priorizar duración intermedia, deuda pública de calidad, crédito grado de inversión, crédito senior y exposición selectiva a emergentes con rentabilidad corriente atractiva y riesgo país controlado. Evitar extender duración larga o bajar calidad crediticia sin una prima suficiente.

Fuentes: Bloomberg, Reserva Federal de Nueva York, y State Street. Mayo 2026.



La renta fija vuelve a remunerar, pero el valor está en combinar tipo base, calidad y selección; no en comprar cualquier diferencial.

6.4. MERCADOS PRIVADOS

Más actividad, pero la liquidez sigue siendo el punto crítico

Secundarios, distribuciones y crédito privado senior como herramientas de ejecución

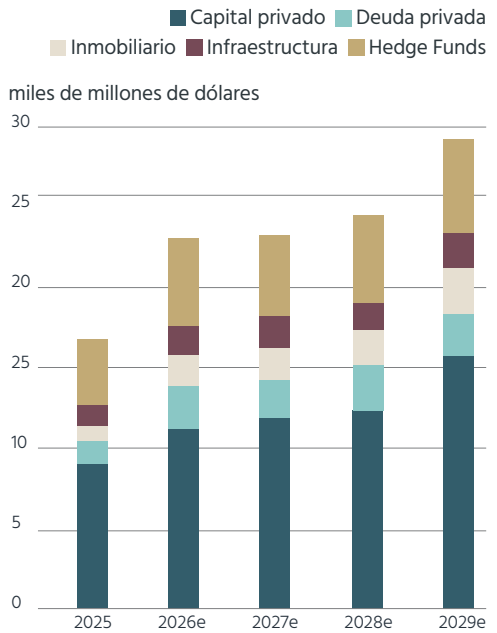
Los mercados privados siguen siendo un bloque estructural en carteras patrimoniales, pero la lectura de 2026 debe ser más concreta que “mantener exposición a largo plazo”. El mercado muestra señales de normalización en operaciones, salidas y actividad secundaria, aunque la recuperación todavía es desigual y favorece a gestores escalados, especializados y con capacidad operativa.

El punto crítico sigue siendo la liquidez. La mejora de las salidas ayuda, pero no elimina la necesidad de planificar compromisos, llamadas de capital y distribuciones. Para una cartera patrimonial, el riesgo no es solo la valoración de los activos privados, sino la pérdida de flexibilidad si los compromisos no están bien calendarizados.

Los secundarios han dejado de ser una herramienta táctica de estrés para convertirse en una fuente estructural de liquidez, reajuste de carteras y acceso a activos con mayor visibilidad. En un entorno de tipos reales positivos, entrar con más información, menor curva inicial de desembolso y posible descuento puede ser una ventaja.

Por estrategias, el entorno favorece más la creación operativa de valor que la expansión de múltiplos. En crédito privado, el foco debe estar en tramos senior, prioridad de cobro, garantías, documentación y diversificación. En infraestructuras, la clave está en flujos contractuales y deuda sostenible. En inmobiliario, la selección debe centrarse en deuda, ocupación, flujo y refinanciación.

El boom de los mercados privados está para quedarse



	Capital privado	Secundarios	Crédito privado senior	Infraestructuras	Inmobiliario
Qué está pasando	Mayor actividad, pero dispersión elevada	Volumen récord y más soluciones de liquidez	Ingreso atractivo, pero más exigencia documental	Demanda por flujos reales y activos esenciales	Sensibilidad a tipos y refinanciación
Lectura de cartera	Selección de gestores y creación operativa de valor	Priorizar acceso con visibilidad y descuento	Prioridad de cobro, garantías y diversificación	Contratos estables, deuda sostenible y regulación	Selección por deuda, ocupación y flujo

Implicación para cartera

Mantener mercados privados como bloque estructural, pero priorizando ritmo de compromisos, secundarios, crédito privado senior e infraestructuras con flujos contractuales. Evitar compromisos sin calendario, estrategias demasiado apalancadas o vehículos donde la iliquidez no esté suficientemente compensada.

Fuentes: McKinsey, Global Private Markets Report 2026: Private Equity — Clearer View, Tougher Terrain, febrero 2026; Bain & Company, Global Private Equity Report 2026: Gaining Traction, febrero 2026; William Blair, 2026 Secondary Market Report, marzo 2026; S&P Global Market Intelligence, Private equity exits rise, returns fall in 2025, enero 2026.



En mercados privados, la estrategia no está solo en invertir más, sino en gestionar mejor el calendario, la liquidez y la calidad de cada compromiso.

6.5. ACTIVOS REALES, ORO, MATERIAS PRIMAS Y LIQUIDEZ

Protección, flujo y capacidad de actuación

Oro, energía, cobre, infraestructuras y liquidez estratégica

Los activos reales, el oro, las materias primas y la liquidez estratégica cumplen una función más concreta que una simple cobertura defensiva. En un entorno de tipos reales positivos, presión fiscal, riesgo energético y necesidades crecientes de inversión en redes eléctricas, centros de datos e infraestructuras, estos activos deben analizarse por la función que aportan a la cartera: preservación, protección frente a perturbaciones, exposición a inversión real, generación de flujos y capacidad de actuación.

El oro puede desempeñar una función estructural como activo de preservación y diversificación frente a riesgos fiscales, monetarios y geopolíticos. La energía sigue siendo una variable de sistema: afecta a inflación, márgenes empresariales, expectativas de bancos centrales y competitividad regional. El cobre y las redes eléctricas están cada vez más vinculados a inversión real, electrificación, centros de datos e inteligencia artificial. Las infraestructuras aportan exposición a activos esenciales y flujos reales. La liquidez estratégica completa la arquitectura al evitar ventas forzadas y permitir despliegues graduales en dislocaciones.

Manual de liquidez estratégica



Implicación para cartera

Mantener oro como reserva estructural, activos reales e infraestructuras como protección e ingreso real, exposición selectiva a cobre/ electrificación y energía como variable de riesgo. Separar liquidez operativa de liquidez estratégica, con reglas claras de despliegue en dislocaciones.

ORO

Qué está pasando

Demanda estructural de bancos centrales e inversores

Función en cartera

Preservación y diversificación

ENERGÍA

Qué está pasando

Variable clave para inflación, márgenes y riesgo geopolítico

Función en cartera

Riesgo macro e inflación

COBRE / REDES

Qué está pasando

Electrificación, centros de datos e inversión en redes

Función en cartera

Inversión real y transición eléctrica

INFRAESTRUCTURAS

Qué está pasando

Demanda de activos esenciales y flujos contractuales

Función en cartera

Flujos reales y estabilidad

LIQUIDEZ

Qué está pasando

Tipos positivos remuneran la espera

Función en cartera

Opcionalidad y protección frente a ventas forzadas



La protección útil no inmoviliza la cartera: preserva poder adquisitivo, genera opcionalidad y permite actuar cuando el mercado ofrece mejores precios.



7. RIESGOS, ESCENARIOS Y EJECUCIÓN

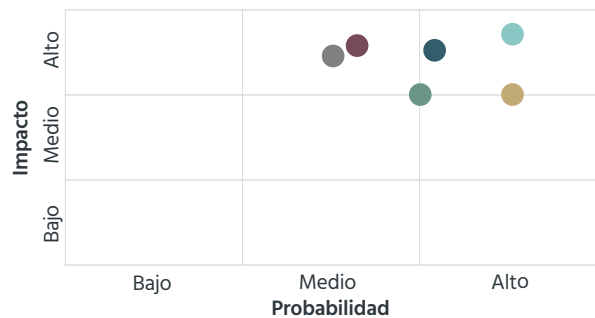
7.1. RIESGOS PRINCIPALES Y MITIGANTES

Riesgos, activos sensibles y respuesta de cartera

El escenario central para la segunda mitad del año sigue siendo constructivo, pero no está exento de riesgos. La resiliencia del crecimiento, el impulso de la inteligencia artificial y la mejora de los activos de riesgo conviven con inflación menos lineal, tipos reales positivos, presión fiscal, concentración de mercado, diferenciales de crédito ajustados y riesgos de liquidez.

El objetivo no es construir una lista exhaustiva de amenazas, sino identificar qué riesgos podrían alterar el escenario, qué señales debemos vigilar y qué mitigantes deben estar incorporados en la cartera.

Probabilidad / impacto de los riesgos



Riesgos, señales y mitigantes

Riesgo	Activos sensibles	Señal a vigilar	Mitigante de cartera
● Inflación no lineal	Duración larga, crecimiento de larga duración, márgenes y consumo	Servicios, salarios, energía y expectativas	Duración intermedia, activos reales, oro y compañías con poder de fijación de precios
● Coste del capital elevado	Valoraciones exigentes, inmobiliario, crédito débil y activos ilíquidos	Tipos reales, condiciones financieras y cobertura de intereses	Calidad, caja, menor apalancamiento y disciplina de valoración
● Riesgo fiscal y prima por plazo	Bonos largos, divisas, activos de duración y oro	Déficit, deuda, subastas, emisión y prima por plazo	Prudencia en duración larga, tramos intermedios, diversificación y oro estructural
● Concentración e IA	Grandes tecnológicas, índices ponderados y compañías con expectativas elevadas	Amplitud, revisiones de beneficios, valoración y flujo de caja	Reequilibrio, límites de concentración y exigencia de monetización visible
● Crédito y refinanciación	Alto rendimiento, crédito privado débil, compañías apalancadas y vehículos ilíquidos	Diferenciales, impagos, vencimientos, refinanciaciones y liquidez	Grado de inversión, crédito senior, prioridad de cobro y control de vencimientos
● Liquidez y ventas forzadas	Mercados privados, inmobiliario y activos menos líquidos	Llamadas de capital, distribuciones, secundarios y necesidades familiares	Liquidez estratégica, calendario de compromisos y uso selectivo de secundarios

Implicación para cartera

Mantener una arquitectura que combine calidad, duración intermedia, activos reales, oro, liquidez estratégica y disciplina en crédito e iliquidez. La mitigación de riesgos no debe ser una reacción táctica, sino una parte estructural de la construcción de cartera.

Fuente: Beyond Wealth. Mayo 2026.



El riesgo no se elimina: se convierte en una arquitectura de mitigantes y reglas de actuación.

7.2. ESCENARIOS PARA LA SEGUNDA MITAD DEL AÑO

Central, positivo y adverso: señales, activos y respuesta de cartera

La revisión de mitad de año no debe apoyarse en un único desenlace. El escenario central sigue siendo constructivo, pero el margen de seguridad es menor. La cartera debe estar preparada tanto para una mejora de amplitud y productividad como para un entorno adverso de inflación, tipos reales y crédito.

 ESCENARIO CENTRAL	 ESCENARIO POSITIVO	 ESCENARIO ADVERSO
<p>Crecimiento positivo, pero con menor margen</p> <p>Supuesto Crecimiento global positivo, aunque menos sincronizado. Inflación moderada, pero no lineal. Beneficios empresariales creciendo, aunque con elevada dispersión.</p> <p>Respuesta de cartera Mantener exposición a riesgo, pero con mayor disciplina en valoración, calidad, generación de caja, duración intermedia, liquidez estratégica y control de concentración.</p> <p>Señales a vigilar Inflación de servicios, tipos reales, amplitud de mercado, revisiones de beneficios, diferenciales de crédito y liquidez.</p>	<p>Más amplitud, productividad y beneficios</p> <p>Supuesto La inflación cede con más claridad, los bancos centrales ganan margen y la mejora de beneficios se extiende más allá de los grandes líderes actuales. La IA empieza a traducirse en productividad más amplia.</p> <p>Respuesta de cartera Añadir riesgo de forma selectiva, priorizando renta variable con beneficios visibles, sectores con catalizadores reales, crédito de calidad y privados con buena visibilidad de activos y liquidez.</p> <p>Señales a vigilar Mejora de amplitud, revisiones positivas fuera de líderes tecnológicos, estabilidad de diferenciales y normalización de salidas en privados.</p>	<p>Inflación, tipos y crédito</p> <p>Supuesto La inflación repunta por energía, servicios o salarios; las curvas largas se tensionan; los diferenciales se amplían; y la concentración en IA corrige.</p> <p>Respuesta de cartera Preservar capital, mantener liquidez estratégica, evitar crédito débil, reducir activos con valoración excesiva y reforzar activos reales, oro, deuda de calidad y duración prudente.</p> <p>Señales a vigilar Repunte de inflación, aumento de prima por plazo, ampliación de diferenciales, deterioro de liquidez y retrasos en distribuciones privadas.</p>

Variable	Central	Positivo	Adverso
Crecimiento	Positivo, pero desigual	Mejora de amplitud y productividad	Desaceleración más visible
Inflación y tipos	Contenida, pero no resuelta	Cede con más claridad	Repunte y curvas largas tensionadas
Beneficios	Crecimiento positivo, pero disperso	Mejora fuera de líderes actuales	Revisiones negativas
Crédito	Ingreso atractivo, diferenciales ajustados	Estabilidad en calidad	Ampliación de diferenciales
Liquidez	Suficiente, pero valiosa	Permite añadir riesgo selectivo	Prioridad defensiva
Acción	Calidad, selección y liquidez	Añadir riesgo de forma selectiva	Protección, liquidez y control de crédito

Los escenarios representados son ilustrativos y no pretenden representar una predicción exhaustiva de los resultados futuros.



Los escenarios no buscan predecir el futuro, sino preparar la respuesta antes de que sea necesaria.

7.3. CUADRO DE MANDO PARA COMITÉ

Qué mantenemos, qué ajustamos y qué vigilamos

El objetivo del cuadro de mando es transformar la revisión de mitad de año en un conjunto de decisiones observables. El marco de inversión sigue vigente, pero su ejecución debe apoyarse en reglas claras: qué mantenemos, qué ajustamos, qué evitamos, qué indicadores vigilamos y qué señales justificarían cambios de cartera.

MANTENEMOS

Exposición estructural al crecimiento de calidad, inteligencia artificial con monetización visible, renta fija de mayor calidad en duraciones intermedias, activos reales, oro, liquidez estratégica y mercados privados como programa de largo plazo.

AJUSTAMOS

Reducimos exposición indiscriminada y elevamos el nivel de exigencia: más beneficios, generación de caja, valoración razonable, selección regional, calendario de compromisos y liquidez estratégica.

EVITAMOS

Crédito débil mal remunerado, duración larga sin prima suficiente, iliquidez sin calendario, narrativas sin monetización, concentración excesiva y exposición cíclica sin función clara.

Panel de indicadores recomendado

Bloque	Indicador a vigilar	Lectura para Comité	Acción asociada
Crecimiento	Revisiones de beneficios y amplitud de mercado	Confirma si el crecimiento se extiende más allá de pocos líderes	Mantener o ampliar riesgo solo si mejora la calidad de beneficios
Inflación y tipos	Inflación de servicios, energía, tipos reales y prima por plazo	Determina si el mercado puede descontar bajadas de tipos o debe exigir más compensación	Mantener duración intermedia y evitar depender de bajadas rápidas de tipos
Renta variable	Valoración, concentración y monetización de IA	Señala si el liderazgo sigue respaldado por beneficios y caja	Reequilibrar concentración y exigir flujo de caja real
Crédito	Diferenciales, impagos, vencimientos y liquidez	Mide si la rentabilidad corriente compensa el riesgo de crédito	Priorizar grado de inversión, crédito senior y emisores sólidos
Mercados privados	Distribuciones, llamadas de capital y secundarios	Evalúa si la liquidez privada mejora o sigue tensionada	Ajustar ritmo de compromisos y usar secundarios selectivamente
Activos reales y liquidez	Oro, energía, cobre, liquidez disponible y necesidades futuras	Mide protección, riesgo energético y capacidad de actuación	Mantener protección funcional y liquidez estratégica

Señales de activación recomendadas

Mejora de amplitud de mercado

Interpretación

El crecimiento de beneficios se extiende más allá de los líderes actuales.

Respuesta de cartera

Aumentar riesgo de forma selectiva, priorizando calidad y valoración razonable.

Repunte de inflación, energía o prima por plazo

Interpretación

Menor margen para bajadas rápidas de tipos y más riesgo en duración larga.

Respuesta de cartera

Mantener duración intermedia, activos reales, oro y compañías con poder de precios.

Ampliación de diferenciales de crédito

Interpretación

El mercado empieza a exigir más compensación por riesgo.

Respuesta de cartera

Desplegar capital gradualmente en crédito de calidad; evitar segmentos débiles.

Deterioro de liquidez

Interpretación

Aumenta el riesgo de ventas forzadas, retrasos en distribuciones o dislocaciones.

Respuesta de cartera

Preservar liquidez estratégica, revisar compromisos privados y priorizar oportunidades con margen de seguridad.



El cuadro de mando convierte la visión en reglas observables de actuación.

7.4. LISTA DE COMPROBACIÓN DE IMPLEMENTACIÓN

Preguntas prácticas antes de aprobar cambios de cartera

La revisión de mitad de año solo genera valor si se traduce en decisiones concretas, comparables y repetibles. Antes de aprobar un cambio de cartera, el Comité debe comprobar que la decisión mejora la arquitectura patrimonial, respeta la liquidez, mantiene coherencia con el horizonte de largo plazo y evita añadir complejidad sin compensación suficiente.

Lista de comprobación

RIESGO Y CONCENTRACIÓN

- ¿Reduce o aumenta la dependencia de pocos motores de rentabilidad?
- ¿Respeto límites por compañía, sector, región, factor y divisa?
- ¿El reequilibrio responde a una regla definida?

CALIDAD Y VALORACIÓN

- ¿La tesis se apoya en beneficios visibles, generación de caja y balance sólido?
- ¿La valoración deja margen de seguridad?
- ¿Pagamos beneficios reales o narrativa descontada?

LIQUIDEZ Y HORIZONTE

- ¿La liquidez operativa está separada de la estratégica?
- ¿La cartera puede financiar compromisos futuros sin ventas forzadas?
- ¿La decisión encaja con un horizonte intergeneracional?

RENTA FIJA Y CRÉDITO

- ¿La duración está compensada por tipos, curva y prima por plazo?
- ¿El diferencial compensa impago, refinanciación y liquidez?
- ¿La prioridad de cobro y documentación son adecuadas?

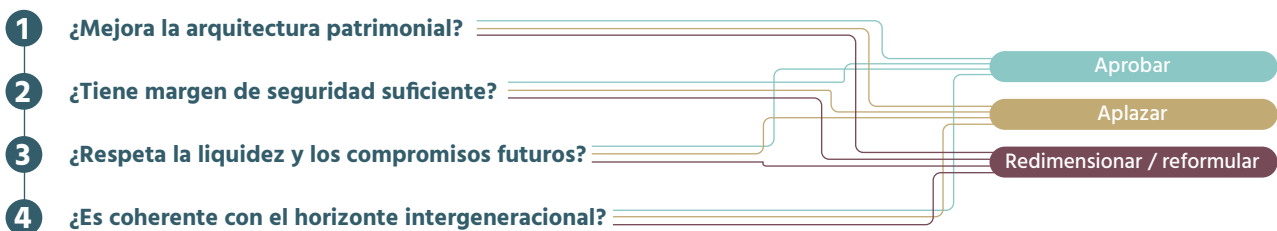
MERCADOS PRIVADOS

- ¿El compromiso encaja en el calendario de inversión?
- ¿La iliquidez está compensada?
- ¿Existe una alternativa en secundarios con mejor punto de entrada o mayor visibilidad?

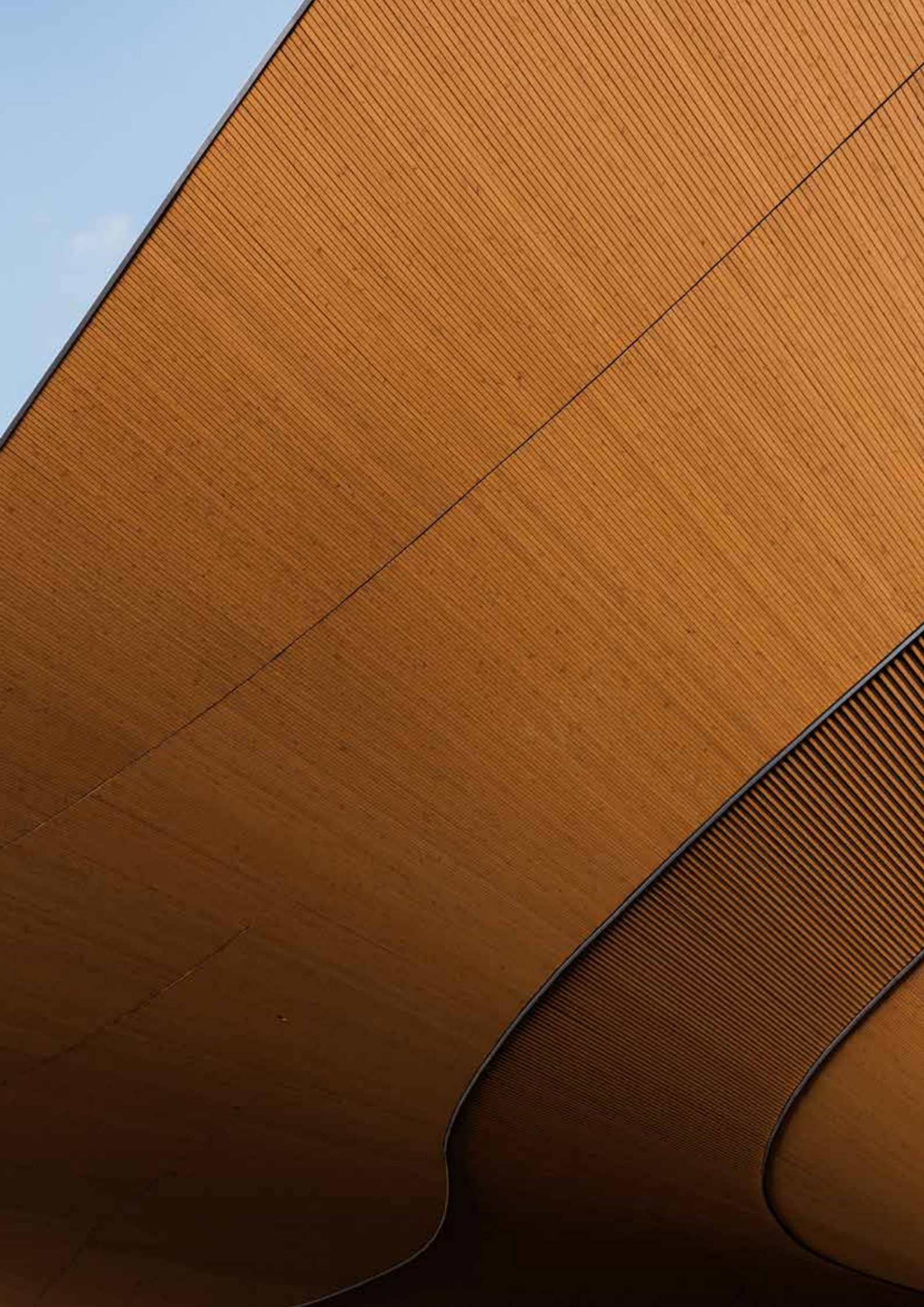
ACTIVOS REALES Y PROTECCIÓN

- ¿El activo cumple una función clara?
- ¿Preserva poder adquisitivo en escenarios adversos?
- ¿Evita decisiones forzadas en estrés?

Puerta de decisión para Comité



La buena ejecución no consiste en decidir más rápido, sino en decidir mejor antes de que el mercado obligue a hacerlo.



8. CONCLUSIÓN

La revisión de mitad de año confirma que el marco definido a comienzos de 2026 sigue siendo válido. Los tipos reales positivos continúan condicionando la valoración de los activos, la inteligencia artificial se ha consolidado como motor de inversión y beneficios, la dispersión vuelve a premiar la selección y la protección patrimonial recupera un papel estructural.

Pero validar el marco no significa ser complacientes. El mercado ha avanzado, aunque con menor amplitud, mayor concentración y menos margen de seguridad. La segunda mitad del año no exige cambiar de rumbo, sino afinar la ejecución: más calidad, más generación de caja, más disciplina en valoración, más control de iliquidez y más liquidez estratégica.

En gestión patrimonial, la ejecución no se mide solo por el resultado de un trimestre o de un ejercicio. Su valor real aparece con el tiempo: cuando la cartera puede financiar la paciencia, evitar ventas forzadas, aprovechar dislocaciones y mantener coherencia a través de distintos ciclos.

La prioridad, por tanto, no es asumir menos riesgo, sino asumirlo mejor. Una cartera robusta debe combinar crecimiento, flujo, protección y flexibilidad. Debe participar en los motores estructurales del mercado, pero sin depender de una sola narrativa, una sola región o una sola fuente de rentabilidad.

Cuatro pilares para atravesar el ciclo

CALIDAD

Beneficios visibles, caja, balance y valoración razonable.

FLUJO

Ingresos recurrentes, crédito de calidad e infraestructuras con contratos.

PROTECCIÓN

Oro, activos reales, deuda de calidad y coberturas funcionales.

FLEXIBILIDAD

Liquidez estratégica y capacidad de actuar sin ventas forzadas.

Horizonte patrimonial



La mejor cartera para este entorno no es la que evita toda volatilidad, sino la que permite atravesarla sin tomar decisiones irreversibles.

GLOSARIO

(Términos financieros, macroeconómicos y de mercados privados)

A

Activo real (Real Asset)

Activo físico o ligado a infraestructura (inmobiliario, energía, transporte, redes, infra digital) que suele generar flujos estables y tiene menor dependencia de mercados financieros tradicionales.

Activos líquidos / ilíquidos

Activos líquidos pueden venderse rápidamente sin penalización relevante de precio; los ilíquidos requieren tiempo, descuento o no tienen mercado secundario eficiente.

Alpha

Retorno generado por selección, estructura o ejecución superior, independiente del movimiento general del mercado.

Apalancamiento (Leverage)

Uso de deuda para aumentar la exposición a un activo. Amplifica retornos y pérdidas; en tipos reales positivos se convierte en riesgo explícito.

Arquitectura patrimonial

Diseño estructural del patrimonio que define funciones, horizontes y reglas de actuación, más allá de la simple asignación de activos.

B

Balance consolidado (patrimonial)

Visión integrada de activos y pasivos del patrimonio (financieros, reales y deuda implícita), analizados como un sistema único.

Behavioral finance

Rama de las finanzas que estudia cómo los sesgos psicológicos influyen en decisiones de inversión.

BPA (Beneficio por Acción)

Beneficio neto dividido entre el número de acciones. Indicador clave de crecimiento real en renta variable.

C

Capital permanente

Parte del patrimonio destinada a preservarse a largo plazo y no venderse salvo circunstancias excepcionales.

Capital paciente

Capital invertido con horizonte largo (5–15 años), capaz de soportar volatilidad y ciclos sin presión de liquidez.

Capital operativo / estratégico

Capital destinado a cubrir necesidades de corto plazo y a capturar oportunidades tácticas o dislocaciones.

Carry

Retorno obtenido por mantener un activo (cupones, intereses, dividendos), independientemente de la variación de precio.

Ciclo de mercado

Fases recurrentes de expansión, contracción, estrés y recuperación en mercados financieros.

Coinvertición

Inversión directa junto a un gestor en un activo específico, normalmente en mercados privados.

Concentración por vintage

Acumulación excesiva de inversiones realizadas en el mismo año, lo que incrementa riesgo de timing.

Convexidad

Capacidad de un activo (normalmente renta fija) para beneficiarse de movimientos extremos favorables del mercado.

D

Defensa falsa

Activo que aparenta ser defensivo pero que en escenarios de estrés se comporta como activo de riesgo.

Defensa real

Activo que reduce drawdowns y estabiliza la cartera en escenarios adversos (flujo senior, contratos, calidad de balance).

Diversificación real

Diversificación basada en motores económicos distintos, no solo en número de posiciones o productos.

Drawdown

Caída máxima desde un pico hasta un mínimo en el valor de un activo o cartera.

Duration / Duración

Medida de sensibilidad de un activo de renta fija a cambios en tipos de interés.

E

Equity (Renta variable)

Participación en el capital de una empresa con derecho a beneficios residuales.

Equity core / satélite

Estructura donde el núcleo es estable y de largo plazo, y los satélites permiten ajustes tácticos.

F

Factor (de riesgo)

Motor subyacente que explica el comportamiento de un activo (value, growth, duración, crédito, etc.).

Flujo (Cash flow)

Ingresos recurrentes generados por un activo (intereses, dividendos, rentas).

Flujo senior

Flujo procedente de instrumentos con prioridad en la estructura de capital.

G

Gobernanza

Conjunto de reglas, procesos y estructuras que guían la toma de decisiones patrimoniales.

Governance drift

Pérdida progresiva de disciplina y coherencia en decisiones por falta de reglas claras.

H**High yield**

Crédito con mayor riesgo de impago y mayor cupón; se comporta de forma más cercana a equity en estrés.

Home bias

Sesgo a sobreponderar el país o región de origen por familiaridad o percepción de control.

I**IA (Inteligencia Artificial)**

Tecnologías que permiten automatizar procesos cognitivos y mejorar productividad y toma de decisiones.

Ilíquidez presupuestada

Nivel de activos ilíquidos aceptado explícitamente dentro de la arquitectura patrimonial.

Infraestructura (Core / Core+)

Activos esenciales con flujos regulados o contractuales y riesgo operativo bajo.

J**J-curve**

Patrón típico de inversiones privadas donde los retornos iniciales son negativos antes de volverse positivos.

L**Liquidez estratégica**

Capital reservado para actuar en dislocaciones sin romper la arquitectura global.

Liquidity-at-Risk

Medida del riesgo de no disponer de liquidez suficiente en escenarios adversos.

LTV (Loan to Value)

Relación entre deuda y valor del activo; indicador clave de riesgo en real estate.

M**Maturity wall**

Concentración de vencimientos de deuda en un periodo corto.

Modelo endowment

Modelo de inversión institucional basado en horizonte largo, alta exposición a activos ilíquidos y disciplina en asignación.

Monetización

Capacidad de convertir adopción o crecimiento en ingresos reales.

Multiple / Múltiplo

Relación entre precio y variable financiera (PER, EV/EBITDA).

N**Narrativa de mercado**

Historia atractiva que impulsa precios sin respaldo suficiente en fundamentales.

O**Opcionalidad**

Capacidad de actuar cuando aparecen oportunidades asimétricas.

P**Pacing**

Ritmo al que se compromete capital en mercados privados.

Playbook de estrés

Conjunto de reglas predefinidas para actuar en escenarios adversos.

Pricing power

Capacidad de una empresa para subir precios sin perder demanda.

R**Re-rating**

Aumento de valoración por expansión de múltiplos, no por crecimiento de beneficios.

Rebalanceo

Ajuste de pesos de la cartera según reglas o desviaciones.

Riesgo país

Riesgo asociado a un régimen fiscal, regulatorio, bancario y macroeconómico.

Riesgo operativo

Riesgo de pérdidas por fallos de procesos, sistemas o personas.

S**Scorecard**

Herramienta estandarizada para evaluar inversiones o gestores.

Secondary / Secundarios

Compra de participaciones existentes en fondos privados.

Seniority

Prioridad de cobro dentro de la estructura de capital.

Soft landing / No landing

Escenarios macroeconómicos de desaceleración controlada o crecimiento persistente.

T**Tipos reales positivos**

Tipos de interés ajustados por inflación superiores a cero.

Tracking error

Diferencia entre el comportamiento de una cartera y su benchmark.

V**Vintage**

Año en el que se realiza una inversión en mercados privados.

Volatilidad

Variación del precio de un activo en el tiempo.

Z**Zero-based review**

Revisión de cartera partiendo de cero: "¿lo compraríamos hoy?"

Aviso Legal Importante

Este documento ha sido elaborado por Santander Wealth Management & Insurance Division, una unidad de negocio global de Banco Santander, S.A. ("WMI", junto con Banco Santander, S.A. y sus filiales, "Santander"). Puede incluir previsiones económicas e información procedente de diversas fuentes, incluidas terceras partes consideradas fiables. Sin embargo, Santander no garantiza la exactitud, integridad ni actualización de dicha información, y se reserva el derecho de modificarla sin previo aviso. Las opiniones recogidas pueden diferir de las emitidas por otras unidades de Santander.

El contenido de este documento tiene únicamente carácter informativo; no constituye asesoramiento de inversión ni responde a objetivos de inversión concretos ni a criterios de idoneidad de ningún inversor. Tampoco representa una oferta ni una solicitud para comprar o vender activos, contratos o productos (en conjunto, los "Activos Financieros"), y no debe utilizarse como base exclusiva para tomar decisiones de inversión. La recepción de este documento no genera relación de asesoramiento ni obligación alguna para "WMI" o para "Santander".

Parte del contenido ha sido elaborado con el apoyo de herramientas de inteligencia artificial.

Santander no ofrece garantías sobre previsiones ni sobre el comportamiento presente o futuro de los mercados o de los Activos Financieros. Los resultados pasados no constituyen un indicador fiable de rendimientos futuros. Además, los Activos Financieros pueden no estar disponibles para su comercialización en determinadas jurisdicciones o para ciertos perfiles de inversores.

Salvo cuando así se indique expresamente en la documentación legal que regule un Activo Financiero, estos no están asegurados ni respaldados por ninguna entidad gubernamental (incluida la FDIC), no constituyen depósitos bancarios y conllevan riesgos —de mercado, divisa, crédito, liquidez o contraparte— que pueden implicar la pérdida parcial o total del capital invertido. Se recomienda a los inversores consultar con sus asesores financieros, legales y fiscales para evaluar la idoneidad de cada producto. Santander y sus empleados no asumen responsabilidad por las pérdidas que puedan derivarse del uso de este documento.

Santander o sus empleados pueden tener posiciones en los Activos Financieros referenciados, actuar como contraparte, agente o prestador de servicios para sus emisores.

La información contenida en este documento es confidencial y no puede reproducirse ni distribuirse sin el consentimiento previo y por escrito de WMI. Cualquier material de terceros citado es propiedad de sus respectivos titulares y se incluye conforme a las prácticas habituales del sector.

Determinados productos complejos o de mayor riesgo pueden ofrecerse únicamente a Clientes Profesionales, o considerarse no adecuados para Clientes Minoristas.

Anexos específicos por país

Espacio Económico Europeo: para Clientes Minoristas, Profesionales y Contrapartes Elegibles

Este documento constituye una comunicación informativa. Los instrumentos complejos pueden no estar disponibles para inversores minoristas o resultar inadecuados para ellos.

Reino Unido: para Clientes Minoristas y Profesionales

Promoción financiera aprobada por una entidad autorizada por la FCA bajo la normativa COBS 4. Las advertencias de riesgo

deben presentarse de forma justa, clara y no engañosa, y con la misma relevancia que el texto principal.

Los Clientes Minoristas no reciben asesoramiento personalizado y pueden tener restringido el acceso a productos complejos.

SPBI (Banco Santander International (EE. UU.) y/o Banco Santander International SA (Suiza, incluyendo su filial en Bahamas y su filial en DIFC en los Emiratos Árabes Unidos): para clientes de Banca Privada, Profesionales e Institucionales

Este material no está dirigido a personas físicas o jurídicas cuya nacionalidad, domicilio, residencia o lugar de registro se encuentre en países o jurisdicciones donde su distribución o uso contravenga la normativa local. La información incluida proviene de distintas fuentes —estadísticas, comerciales, de mercado y de previsiones económicas—, así como de terceros. Santander no garantiza la exactitud o integridad de dicha información, ni asume responsabilidad alguna por ella, y se reserva el derecho a modificarla sin previo aviso. Las opiniones expresadas pueden diferir de las emitidas por otras unidades de Santander.

Este material no constituye asesoramiento de inversión, sino que se publica con fines exclusivamente informativos y de marketing. No es un prospecto ni un documento equivalente, ni debe considerarse una oferta o solicitud para comprar o vender valores o productos de ningún tipo. Tampoco implica la prestación de servicios de asesoramiento de inversión.

Santander no ofrece garantías sobre las previsiones, opiniones ni sobre el desempeño actual o futuro de los valores descritos. Los resultados pasados no constituyen indicadores de rendimientos futuros y los datos de rentabilidad no reflejan las comisiones aplicables.

Los valores mencionados pueden no estar disponibles en todas las jurisdicciones ni para todos los perfiles de inversores. Este material es confidencial y privado, dirigido únicamente a un número limitado de clientes, y no debe compartirse ni reproducirse.

Salvo que se indique expresamente en la documentación legal aplicable, los valores no están asegurados ni garantizados por ningún organismo público, no constituyen depósitos ni obligaciones de Santander, y pueden implicar riesgos de mercado, divisa y contraparte, así como la pérdida de capital.

Santander y sus empleados pueden tener intereses en los valores referenciados (como posiciones largas o cortas), realizar operaciones en ellos, actuar como asesores, colocadores o distribuidores, recibir compensaciones de terceros o mantener relaciones comerciales con las compañías mencionadas.

Brasil: para Inversores Minoristas, Cualificados y Profesionales

Este material se proporciona únicamente con fines informativos y no constituye una oferta de productos o servicios financieros según la legislación brasileña. Las inversiones aquí descritas pueden no ser adecuadas a sus objetivos, situación financiera o necesidades personales. En Brasil, es obligatorio completar el formulario de idoneidad para asegurar que el perfil del cliente se corresponde con el producto o servicio elegido. Se recomienda revisar con detalle las condiciones de cada producto antes de invertir. Este material no constituye un informe de análisis conforme a la Resolución 20/2021 de la Comissão de Valores Mobiliários.

México: para Inversores Minoristas e Institucionales Las ofertas públicas dirigidas a inversores minoristas requieren un prospecto registrado en la CNBV. Los productos complejos solo pueden colocarse bajo regímenes de colocación privada dirigidos a Inversores Institucionales o Sofisticados.

Chile: para Inversores Minoristas y Cualificados

Este documento está dirigido exclusivamente a clientes de Banco Santander-Chile y tiene únicamente carácter informativo. Cualquier recomendación realizada por Santander es de naturaleza informativa, no genera obligaciones para el banco ni responsabilidades de ningún

tipo. La información procede de fuentes consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud ni exhaustividad. Puede presentarse de forma resumida o incompleta. Este documento no constituye un prospecto ni una oferta para comprar o vender valores, fondos de inversión u otros productos financieros.

Otros países de Asia / MENA / LATAM

La normativa aplicable en materia de divulgación a clientes minoristas, prospectos y reglas de idoneidad depende de cada jurisdicción local. Los productos financieros transfronterizos de carácter complejo suelen estar limitados a inversores institucionales.

Aviso legal especial para Banco Santander International SA (sucursal del DIFC)

Banco Santander International SA (sucursal del DIFC) es una sucursal de Banco Santander International SA, está registrada en el Centro Financiero Internacional de Dubái («DIFC») y regulada por la DFSA en la categoría prudencial 4 para llevar a cabo actividades de servicios financieros en el DIFC y constituirse en el mismo. La sucursal DIFC comercializa y promueve una amplia gama de productos y servicios ofrecidos por el grupo y presta servicios de asesoramiento y organización en relación con las soluciones de banca privada ofrecidas por Banco Santander International SA. Los términos en mayúsculas utilizados en esta sección tienen el significado establecido en el Módulo de Glosario del Reglamento de la DFSA.

Los servicios o productos financieros ofrecidos por Banco Santander International SA (Sucursal del DIFC) solo están disponibles para clientes profesionales o contrapartes del mercado. No se prestan servicios bancarios a clientes minoristas (tal y como se definen en el Módulo de Conducta Empresarial de la DFSA). Por lo tanto, este material está destinado a ser distribuido únicamente a clientes profesionales (tal y como se definen en el Módulo de Conducta Empresarial de la DFSA) y no debe ser entregado a ninguna otra persona ni ser utilizado por ella.

Banco Santander International SA (Sucursal DIFC) no presta ningún servicio financiero en o desde el DIFC de conformidad con la Sharia, y no ofrece ni promueve, como parte de su oferta de productos DIFC, productos financieros basados en que dichos productos cumplen las normas de la Sharia. Si es necesario, usted debe buscar asesoramiento independiente de un tercero cualificado sobre el cumplimiento de la Sharia o de cualquier otra normativa aplicable a un producto o servicio financiero.

Aviso legal especial para fondos

Si este material se refiere a la oferta de participaciones en un fondo (tal y como se define en la Ley de inversión colectiva DIFC n.º 2 de 2010), tenga en cuenta que el fondo no está sujeto a ningún tipo de regulación o aprobación por parte de la DFSA, y que la DFSA no tiene ninguna responsabilidad en la revisión o verificación de ningún folleto u otros documentos relacionados con las participaciones en un fondo. Las Participaciones (tal y como se definen en la Ley de inversión colectiva DIFC n.º 2 de 2010) a las que se refiere este material, el folleto del Fondo u otros documentos asociados pueden ser ilíquidas y/o estar sujetas a restricciones de reventa. Los posibles compradores deben llevar a cabo su propia diligencia debida con respecto a las Participaciones. Se puede solicitar una copia del folleto del Fondo para su revisión. Si esta información se refiere a la oferta de participaciones en un fondo del mercado monetario (tal y como se define en las Normas de inversión colectiva de la DFSA), el inversor debe ser consciente de la naturaleza diferente de una participación en un fondo del mercado monetario en comparación con un depósito (tal y como se define en las Normas de inversión colectiva de la DFSA). El capital de una inversión en un fondo del mercado monetario no está garantizado y existe el riesgo de que cualquier inversor pueda perder parte o la totalidad de su inversión de capital. Los inversores deben ser conscientes de que el valor de las participaciones en fondos del mercado monetario puede fluctuar en función de una serie de factores, entre los que se incluyen, entre otros, el riesgo de mercado, el riesgo de tipo de cambio y el riesgo de contraparte. Los servicios o productos financieros solo están disponibles para clientes profesionales o contrapartes de mercado, tal y como se definen en la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái. Si no comprende el contenido de este documento, consulte a un asesor financiero autorizado.

En relación con su uso en el Centro Financiero Internacional de Dubái, este material es estrictamente privado y confidencial, se distribuye a un número limitado de inversores y no debe facilitarse a ninguna persona que no sea el destinatario original, ni reproducirse o utilizarse para ningún otro fin. Los intereses en las acciones internacionales no pueden ofrecerse ni venderse directa o indirectamente al público en el Centro Financiero Internacional de Dubái.

Banco Santander International SA (sucursal del DIFC) se encuentra en Gate District 4, West, Level 4, DIFC, Dubái, Emiratos Árabes Unidos. Para obtener más información, póngase en contacto con: info-DIFC@pbs-santander.com

Equipo Global

Carmen Gutiérrez Smith
Global Head of Beyond Wealth

Iván Dolz de Espejo Labrador
Global Deputy Head of Beyond Wealth

Nicolás Pérez de la Blanca Burgos, CFA
Global Chief Investment Officer

Paula Toledano
Wealth Planning and Philanthropy Global Family

Anastasia Valenzuela
Associate

