

Perspectivas para 2026

1 de enero de 2026

Dr. Win Thin

Jefe Economista

«Es difícil hacer predicciones, especialmente sobre el futuro».

Yogi Berra

INTRODUCCIÓN

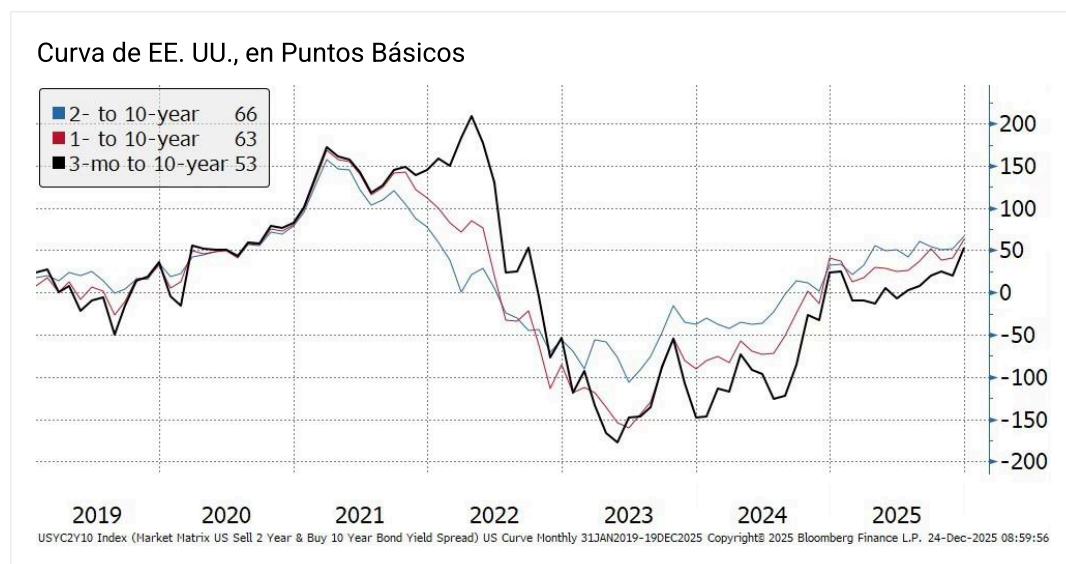
A pesar del sólido desempeño de la economía estadounidense en 2025, iniciaremos el 2026 con muchas preguntas sin respuesta. ¿Puede continuar este rendimiento superior de Estados Unidos? ¿O se desvanecerá el excepcionalismo estadounidense? En este artículo sobre las perspectivas para 2026, identificamos los que consideramos son los seis temas más importantes para los mercados financieros globales. El resultado de este ejercicio es un panorama en gran medida alcista para la renta variable, bajista para el dólar y mixto para la renta fija, lo que debería seguir alimentando la tendencia al alza de la curva.

En definitiva, esperamos que los acontecimientos de 2026 aumenten la volatilidad del mercado, pero no deberían desviar las tendencias actuales. Por lo tanto, aprovecharemos cualquier movimiento de precios relacionado con los acontecimientos como una oportunidad para reafirmar nuestras previsiones macroeconómicas actuales. Para los inversionistas globales, nuestras perspectivas sobre el mercado de divisas sugieren que los rendimientos en moneda local de las inversiones en Europa, Japón y los mercados emergentes superarán a los de Estados Unidos, al igual que ocurrió en 2025.

1. Legalidad arancelaria

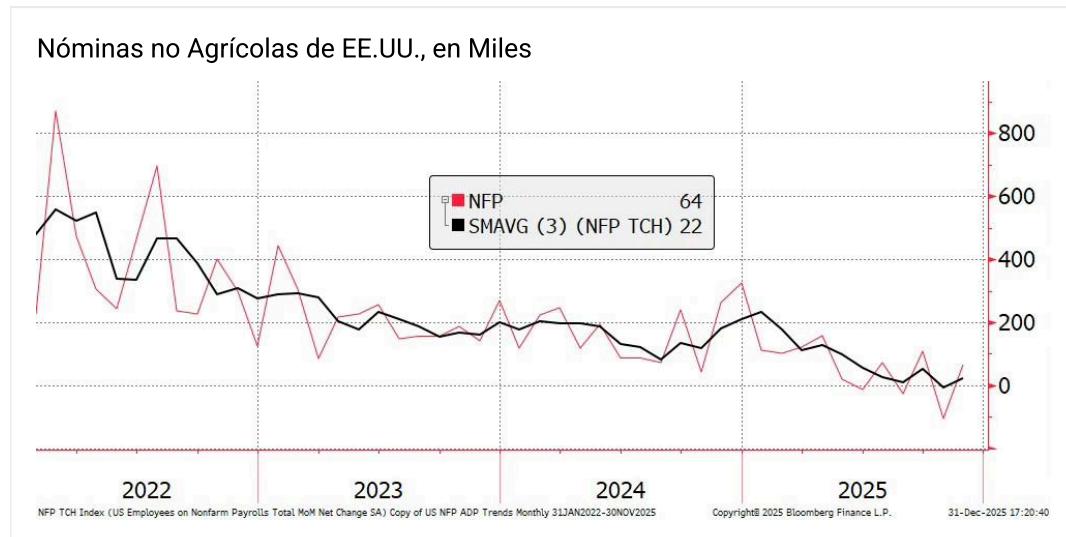
En el momento de redactar este informe, la Corte Suprema de Estados Unidos aún no ha dictado su fallo sobre la legalidad de los aranceles recíprocos impuestos por la administración Trump. Las alegaciones orales comenzaron en noviembre y esperábamos una decisión relativamente rápida antes de fin de año. Sin embargo, parece que la decisión se ha pospuesto hasta 2026.

Dada la deferencia actual de la Corte Suprema hacia la autoridad ejecutiva, esperamos que falle a favor de la continuación del régimen arancelario actual. Eso es algo que también ha sido descontado por los mercados. Si se produjera un rechazo inesperado de los aranceles recíprocos del presidente Trump, cabría esperar que el dólar se debilitara significativamente, ya que la Fed probablemente recortaría las tasas de interés de forma más agresiva al no existir riesgos de inflación al alza relacionados con los aranceles. Además, los rendimientos en el extremo largo de la curva estadounidense probablemente subirían de forma pronunciada para reflejar los riesgos fiscales de perder \$300 mil millones de dólares anuales en ingresos por aranceles. De este modo, se aceleraría el empinamiento de la curva.



2. Perspectivas Económicas de EE.UU.

El crecimiento del PIB estadounidense fue sólido en 2025, debido en gran parte a la inversión masiva en inteligencia artificial. El consumo personal también se mantuvo sorprendentemente fuerte. Para 2026, prevemos una desaceleración significativa del consumo debido a un mayor debilitamiento del mercado laboral. El crecimiento del empleo en EE. UU. prácticamente se ha estancado, con un aumento total de solo 119 mil nóminas no agrícolas (NFP, por sus siglas en inglés) desde mayo. En los siete meses anteriores a mayo, el aumento total de las NFP fue un millón más alto, con 1.119 millones. Si se está de acuerdo con la afirmación del presidente de la Fed, Jerome Powell, de que las NFP mensuales se están sobrevalorando en 60 mil puestos, entonces es probable que EE. UU. haya perdido más de 300 mil empleos desde mayo.



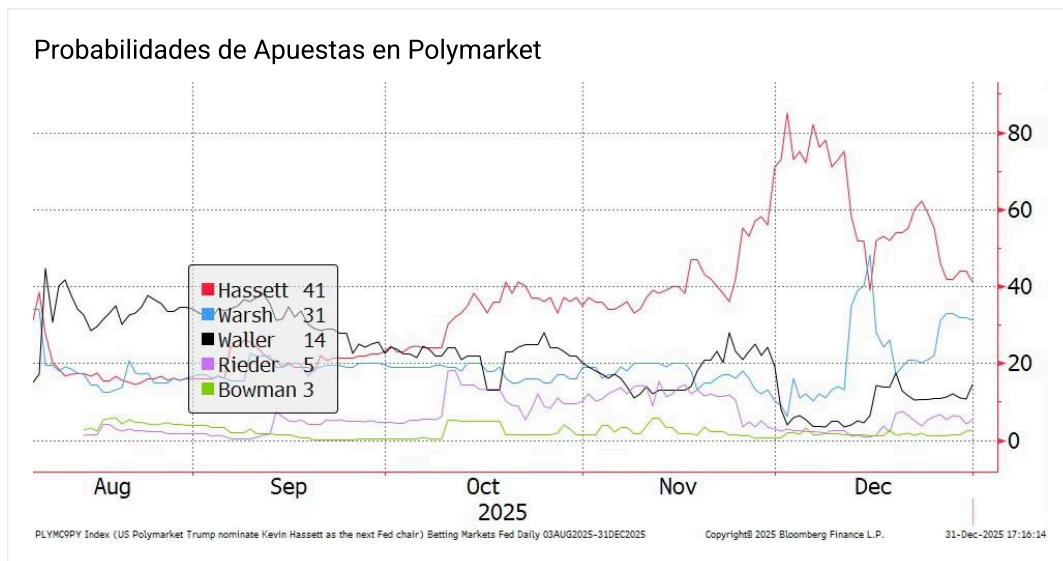
La Fed espera que el crecimiento repunte hasta el 2.3 % en 2026, desde un estimado de 1.7 % en 2025. ¿Es esto posible? Cabe recordar que el consumo representa aproximadamente el 70 % de la economía estadounidense. Comparemos esto con la inversión en activos fijos, que representa alrededor del 20 % del PIB. Si bien una fuerte inversión en IA puede amortiguar el impacto, resulta difícil pensar que pueda compensar completamente la debilidad esperada del consumo a medida que aumenta el desempleo.

La recesión sigue siendo un riesgo residual. El consenso de Bloomberg prevé un 30 % de probabilidades de que se produzca una recesión en 2026. Aunque seguimos preocupados por la desaceleración, creemos que estas probabilidades exageran el riesgo de una profunda contracción este año. Además, si los riesgos de recesión aumentaran de forma significativa, esperaríamos que la Fed flexibilizara su política de forma más agresiva. Esto se debe a que, en definitiva, seguimos creyendo que la Fed dará más importancia al cumplimiento de su mandato de pleno empleo que a su mandato de estabilidad de precios. Eso es lo que hay detrás de nuestra previsión de una flexibilización de la Fed de entre 75 y 100 puntos básicos en 2026, frente a los 50 puntos básicos que descuentan los mercados y los solo 25 puntos básicos del gráfico de puntos de la Fed. Dado que es probable que el extremo largo de la curva tenga un rendimiento inferior al esperado debido a una inflación superior al objetivo y a las preocupaciones sobre la independencia de la Fed (véase más adelante), es probable que la curva estadounidense siga empinándose.

3. Independencia de la Fed

A comienzos de 2026 deberíamos conocer al nominado para reemplazar a Jerome Powell como presidente de la Fed. El mandato de Powell finaliza en mayo, por lo que es probable que tengamos un «presidente en paralelo» durante casi seis meses que cuestionará cada decisión de Powell.

Después de que el presidente Trump dijera en noviembre que ya sabía a quién iba a elegir, las apuestas se dispararon hasta situarse en torno al 80 % a favor del director del Consejo Económico Nacional, Kevin Hassett. Sin embargo, en diciembre surgieron informes que indicaban que las entrevistas seguían en curso, y Trump afirmó que tanto Hassett como el exgobernador Kevin Warsh eran «grandes candidatos». Las apuestas a favor de Warsh se dispararon, mientras que las de Hassett se desplomaron, pero desde entonces ambas se han revertido y Hassett sigue siendo el favorito. Creemos que la mayoría de los participantes en el mercado probablemente preferirían al gobernador Christopher Waller antes que a los dos Kevins, pero seguimos creyendo que Trump acabará eligiendo a Hassett, quien, al igual que el gobernador Stephen Miran, ha demostrado ser extremadamente acomodaticio y proclive a recortar tasas de forma agresiva, tal como desea Trump.



Existe una posibilidad poco probable de que Powell permanezca en el cargo hasta que finalice su mandato como gobernador en enero de 2028. Aunque esto sería muy inusual, ya ha ocurrido anteriormente. Si Powell se queda, la situación se complicaría, ya que el presidente de la Fed debe ser elegido entre los miembros de la Junta de Gobernadores. Por lo tanto, esperamos que el presidente Trump nomine a Hassett para sustituir al gobernador Miran cuando termine su mandato en enero. De esta manera, Hassett podría ser nombrado presidente si Powell decide quedarse como gobernador. Si Powell dimite de la Junta, Miran está esperando para ocupar ese puesto de gobernador.

Que dos miembros del gabinete pasen a formar parte de la Fed difumina claramente los límites de la independencia del banco central, por decir lo obvio. Basta con fijarse en los votos del gobernador Miran a favor de recortar 50 puntos básicos en cada reunión de septiembre, octubre y diciembre para hacerse una idea de lo que probablemente impulsaría Hassett como presidente. Sin embargo, creemos que la independencia de la Fed sobrevivirá en última instancia, ya que el presidente de la Fed es solo un miembro más del Comité Federal de Mercado Abierto, encargado de tomar las decisiones. Otra razón por la que la independencia debería sobrevivir es que los nombramientos de Trump de su primera administración (Christopher Waller y Michele Bowman) no han discrepado con Miran, lo que consideramos una muestra explícita de independencia. Por último, nos alienta que la Junta de Gobernadores haya confirmado por unanimidad a los doce presidentes regionales de la Fed para un nuevo mandato de cinco años, en lugar de intentar cambiar su composición.

Dicho esto, creemos que en 2026 habrá un giro más moderado en la Fed. No solo por la llegada de Hassett, sino también por el cambio entre los presidentes regionales que pasarán a ser votantes en 2026. Los nuevos votantes del FOMC se dividen entre dos restrictivos (Hammack y Logan) y dos moderados (Kashkari y Paulson), mientras que los votantes salientes (Goolsbee, Collins, Musalem y Schmid) son todos restrictivos. Este es otro motivo detrás de nuestras expectativas de recortes de tasas más agresivos en 2026.

Mientras la administración Trump continúa intentando erosionar la independencia de la Fed, la Corte Suprema ha permitido que la gobernadora Lisa Cook permanezca en su cargo hasta que su caso sea escuchado en enero. Cabe destacar que antiguos altos cargos económicos (entre ellos los expresidentes de la Fed Greenspan, Bernanke y Yellen) que prestaron servicio a presidentes de ambos partidos presentaron un escrito amicus curiae (amigo de la corte) en el que argumentaban que permitir a Trump despedir a Cook «expondría a la Reserva Federal a influencias políticas, lo que erosionaría la confianza pública en la independencia de la Fed y pondría en peligro la credibilidad y la eficacia de la política monetaria estadounidense». Estamos de acuerdo y esperamos que la Corte Suprema también lo esté. De lo contrario, la pérdida explícita de la independencia de la Fed probablemente conduciría a un aumento masivo de la pendiente de la curva, así como a una intensificación de la debilidad del dólar.

4. Más Cucarachas

Después de que varios prestamistas hipotecarios de alto riesgo vinculados al crédito privado quebraran el año pasado, el CEO de JP Morgan Chase, Jamie Dimon, bromeó diciendo: «Mi antena se activa cuando suceden cosas así. Y probablemente no debería decir esto, pero cuando ves una cucaracha, es probable que haya más... Todo el mundo debería estar sobre aviso». Estamos totalmente de acuerdo.

Gran parte de este nerviosismo se debe al hecho de que el crédito privado es, por naturaleza, muy poco transparente. Además, no está regulado, por lo que la escala y el monto del apalancamiento pueden crecer sin saberlo hasta alcanzar niveles peligrosos. También ha habido informes de que los propios bancos importantes están invirtiendo en crédito privado, lo que abre la vía para que un evento de crédito privado pueda extenderse al sistema financiero en general.

El crecimiento del crédito privado ha sido notable. Estimaciones del sector sugieren que ya se ha duplicado, pasando de menos de \$1 billón de dólares en 2010 a más de \$2 billones en la actualidad. Cabe destacar que el uso del crédito privado se aceleró significativamente tras la Gran Crisis Financiera, cuando se implementaron regulaciones más estrictas para los bancos, lo que abrió espacio para que los prestamistas no bancarios cubrieran los vacíos en el crédito.

En su más reciente Informe de Estabilidad Financiera Global de octubre, el FMI advirtió que «los prestamistas no bancarios, especialmente los fondos de crédito privado, han crecido rápidamente en los últimos años, lo que incrementa los riesgos para la estabilidad financiera debido a su menor transparencia y regulación». En particular, el organismo subrayó que «a diferencia de los bancos, los no bancarios, en su mayoría, operan bajo una regulación prudencial más laxa. Además, muchos de ellos ofrecen una información limitada sobre sus activos, apalancamiento y liquidez, lo que dificulta la detección de vulnerabilidades e interconexiones».

Ni nosotros ni el FMI estamos condenando el crédito privado como clase de activo. Sin embargo, el crédito privado nunca se ha visto sometido a la prueba de una desaceleración o recesión económica prolongada. La recesión provocada por el COVID fue relativamente breve, ya que la Fed inyectó grandes cantidades de liquidez incluso cuando el mundo se reactivó rápidamente. Si Estados Unidos experimenta una desaceleración este año, cabría esperar más tensiones en el crédito privado. Si esa desaceleración es más profunda de lo esperado, entonces todos deberíamos estar preparados para una estampida de cucarachas.

5. Tensiones Geopolíticas

Sabíamos que era probable que viéramos brotes continuos de riesgos geopolíticos elevados en 2026. Lo que no esperábamos era que ocurriera en el tercer día del año.

Tras una escalada de la retórica, amenazas y acciones militares limitadas contra embarcaciones, petroleros y otras instalaciones venezolanas, Estados Unidos lanzó un ataque a gran escala y destituyó al presidente Maduro. Él y su esposa están siendo trasladados a Estados Unidos para enfrentar cargos penales que incluyen narcoterrorismo. El presidente Trump afirmó que Estados Unidos «gobernaría» el país durante un período de transición, aunque no está claro hasta qué punto Estados Unidos está dispuesto a comprometer fuerzas para mantener efectivamente el control del país.

No existe consenso sobre quién podría suceder a Maduro como presidente. La vicepresidenta Delcy Rodríguez es constitucionalmente la siguiente en la línea de sucesión, y Trump dijo que ella lideraría siempre y cuando «haga lo que nosotros queramos». Sin embargo, ella es leal a Maduro y ya ha acusado a Estados Unidos de invadir Venezuela bajo falsos pretextos, al tiempo que sostiene que Maduro sigue siendo el presidente. Aunque Rodríguez y otros altos dirigentes han prometido desafiar a Estados Unidos y permanecer en el poder, todavía no está claro si cuentan con el respaldo de las fuerzas armadas venezolanas.

Cabe destacar que Trump también ha dicho que el país no debería ser liderado por la dirigente opositora María Corina Machado, quien aún no ha regresado a Venezuela tras aceptar el Premio Nobel de la Paz el mes pasado. Por su parte, ella ha señalado que el candidato que respaldaba para las elecciones de 2024, Edmundo González, debería asumir el poder, aunque él actualmente se encuentra exiliado en España.

Analistas políticos llevan varios años prediciendo el regreso de la Doctrina Monroe, y ahora la estamos viendo en acción. Cabe recordar que la Doctrina Monroe de 1823 tenía como objetivo frenar cualquier influencia extranjera en el hemisferio occidental, otorgando a Estados Unidos carta blanca para imponer su voluntad en Centroamérica y Sudamérica durante siglos. Aunque en un principio su objetivo era limitar el poder colonial europeo en este hemisferio, la interpretación actual de la Doctrina Monroe es probablemente una respuesta a la creciente presencia de China en la región. De hecho, se ha informado de varios proyectos chinos en los sectores petrolero, minero y de infraestructura de Venezuela.

Mientras tanto, Trump afirmó que las empresas petroleras estadounidenses entrarían al país. De ser así, podríamos esperar una oleada de inversiones en la envejecida infraestructura de extracción y refinado de petróleo de Venezuela, lo que podría devolver al país a sus niveles máximos de producción de casi 4 millones de barriles diarios durante su época dorada en la OPEP a comienzos de la década de 1970, frente a menos de 1 millón de barriles diarios en la actualidad. Aunque esto probablemente tomaría años en concretarse, un aumento significativo de la producción terminaría presionando los precios del petróleo a la baja, algo que siempre ha sido una de las promesas emblemáticas de Trump.

Hemos visto que la administración Trump ya ha tomado medidas para respaldar al presidente argentino Milei después de sancionar a Brasil por procesar al expresidente Bolsonaro. Trump también ha acusado al presidente colombiano Petro de estar involucrado en el narcotráfico y recientemente advirtió a la presidenta Sheinbaum que «habrá que hacer algo con México». Cuba también está en el punto de mira, ya que el secretario de Estado Rubio advirtió: «Mire, si yo viviera en La Habana y trabajara en el gobierno, estaría preocupado». Por otro lado, Chile y Perú parecen estar a salvo, ya que ambos están liderados por gobiernos de derecha.

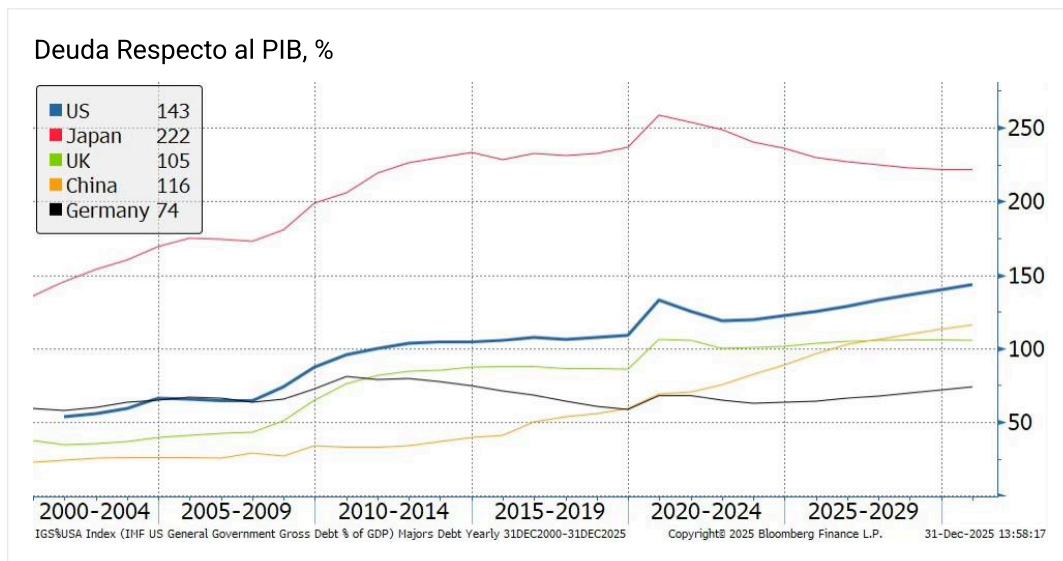
Más allá del hemisferio occidental, muchos ya han planteado la posibilidad de que el mundo se fracture en esferas de influencia. Existe el argumento de que esto ya está ocurriendo, a medida que Estados Unidos afirma una influencia creciente sobre las Américas, mientras cede influencia sobre Europa a Rusia y sobre Asia a China.

Creemos que la conclusión más importante que se puede extraer de las acciones de Estados Unidos en Venezuela es que podrían dar paso a un período prolongado de hostilidades a nivel global. Si bien los mercados siempre están preparados para episodios continuos de tensión en el estrecho de Taiwán, tememos que el presidente Xi pueda verse envalentonado a tomar Taiwán por la fuerza en lugar de hacerlo por la vía diplomática. En otros frentes, el presidente ruso Putin podría sentirse más fortalecido para conservar las áreas de Ucrania que ya ha ocupado e incluso dirigir su atención a otros países de Europa del Este, en su intento por recuperar por la fuerza la antigua URSS. Como resultado, no vemos muchas probabilidades de que el presidente Trump logre otras grandes victorias diplomáticas en 2026 y, en cambio, consideramos que los riesgos geopolíticos se mantendrán bastante elevados.

Sin embargo, pese a la acumulación de riesgos geopolíticos, no esperamos un impacto económico o de inversión duradero derivado de dichas tensiones. Por el contrario, simplemente reconocemos que este tipo de episodios de aversión al riesgo probablemente generen perturbaciones periódicas en los mercados financieros globales. De ser así, los inversionistas deberían estar preparados para aprovechar cualquier movimiento contrario a la tendencia con el fin de reforzar posiciones existentes basadas en los fundamentos económicos subyacentes.

6. Demasiada Deuda

Es probable que las preocupaciones sobre la política fiscal en todo el mundo mantengan elevados los rendimientos soberanos globales a largo plazo. Todas las principales economías están inundadas de deuda y la pregunta que se plantea constantemente es: ¿cuánto es demasiado? Como muestra el gráfico, la mayoría de las principales economías tienen ratios deuda/PIB muy por encima del 100 %, y en aumento. La excepción notable es Japón, aunque solo ha registrado mejoras modestas desde niveles superiores al 250 %.



A pesar de un sólido crecimiento económico y de ingresos adicionales provenientes de los aranceles, es probable que Estados Unidos continúe viendo un deterioro de sus perspectivas fiscales debido al aumento de los costos por intereses y a la expansión de los pagos obligatorios. El consenso de Bloomberg estima que el déficit presupuestario como porcentaje del PIB aumente hasta el -6.4 % en 2026 desde un -6.0 % previsto para 2025, a pesar de un crecimiento nominal del PIB cercano al 5 %. Si el crecimiento económico de EE. UU. se desacelera de forma significativa en 2026, el déficit se ampliaría aún más. También existen riesgos fiscales adicionales derivados de una posible reversión por parte de la Corte Suprema de los aranceles recíprocos del presidente Trump, lo que abriría un agujero adicional de \$300 mil millones de dólares en el presupuesto anual.

China iniciará otra ronda de estímulo fiscal en 2026. El país anunció planes para aumentar el gasto público. El ministro de Finanzas, Lan, subrayó que «una política fiscal más proactiva se reflejará no solo en la magnitud de los recursos, sino, lo que es más importante, en mejorar la eficiencia y eficacia del uso de los fondos». En referencia a las preocupaciones existentes sobre la deuda, Lan se comprometió a acelerar los esfuerzos para resolver los riesgos asociados con los préstamos «ocultos» fuera de balance de las ciudades y provincias.

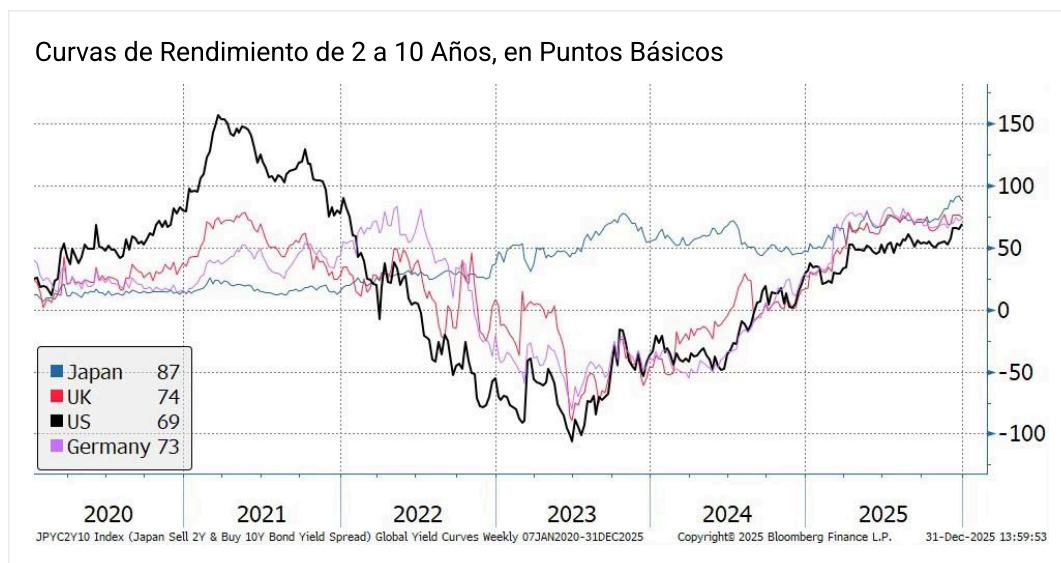
Las perspectivas fiscales de la zona euro se han visto empañadas por la incertidumbre política en Francia, donde el gobierno actual volvió a ser incapaz de aprobar un presupuesto para 2026. Para evitar un cierre del gobierno al estilo estadounidense, se recurrió a un proyecto de ley especial que permite prorrogar los montos fiscales y de gasto existentes. Francia aún deberá aprobar un presupuesto el próximo año, por lo que las tensiones fiscales reaparecerán con certeza. La buena noticia es que, a pesar de los problemas persistentes en Francia, vemos poca evidencia de riesgo de contagio hacia el resto de la zona euro, ya que los diferenciales de la periferia frente a Alemania se mantienen bastante contenidos.

El Reino Unido evitó un nuevo episodio al estilo Liz Truss en el presupuesto de otoño. La canciller Reeves hizo poco para abordar los problemas fiscales de largo plazo, pero cumplió con lo mínimo necesario para tranquilizar a los mercados. En algún momento de 2026, creemos que las debilidades fiscales del Reino Unido volverán a quedar expuestas. Cabe destacar que los costos de endeudamiento del Reino Unido ya son más altos que durante el episodio de ventas masivas bajo Truss, lo que explica en gran medida por qué se cuestiona la sostenibilidad fiscal.

Por último, la primera ministra japonesa, Takaichi, también podría enfrentarse a su propio momento al estilo Liz Truss. En su breve tiempo en el poder, ya ha introducido un plan fiscal extraordinario que contempla un gasto de 17.7 billones de yenes dentro de un paquete de estímulo total de 21.3 billones de yenes. Las autoridades reconocieron que esto requerirá una mayor emisión de bonos del gobierno japonés para financiar el plan. Además, Takaichi está redoblando la expansión fiscal, ya que se espera que anuncie un presupuesto récord de 122.3 billones de yenes para el año fiscal 2026. Esto supone un aumento superior al 6 % frente a presupuesto de 115.2 billones de yenes del año fiscal 2025 y se financiará parcialmente con un incremento planificado de 29.6 billones de yenes en la emisión de bonos del gobierno japonés.

Con el mundo sumido en una montaña de deuda, resulta fácil entender por qué el extremo largo de las curvas probablemente tenga un desempeño inferior. Las políticas moderadas de los bancos centrales deberían anclar el tramo corto, por lo que el empinamiento de la curva probablemente continuará en 2026. Este denominado bull steepening suele ser positivo para los mercados de renta variable, especialmente para los bancos y otras instituciones financieras. Tasas más bajas a corto plazo en Estados Unidos también deberían respaldar a la renta variable y ayudar a compensar el posible lastre derivado del debilitamiento del mercado laboral. Asimismo, tasas más bajas deberían seguir ejerciendo una presión bajista sobre el dólar.

Tenemos una última advertencia que se relaciona con nuestras preocupaciones anteriores sobre los mercados privados poco transparentes: no solo debemos preocuparnos por la deuda pública. Esto se debe a que gran parte de la inversión en IA está siendo financiada mediante la emisión de deuda corporativa. Las empresas de infraestructura de IA han emitido casi \$125 mil millones de dólares en nueva deuda este año, y se espera que emitan aún más el próximo. Las enormes sumas necesarias para construir esta infraestructura superan el flujo de caja libre de estas compañías, por lo que no les queda otra opción que emitir deuda. También debemos tener en cuenta la financiación fuera de balance en la que han confiado muchas de estas empresas de IA. Un método popular es la creación de una Sociedad de Propósito Especial (SPV, por sus siglas en inglés), que se asocian con firmas de capital privado y asumen esa deuda. Este es otro ejemplo de por qué seguimos preocupados por la falta de transparencia en los mercados privados.



MATRIZ DE PREVISIONES

	Actual	Final de 2026	Variación
Renta Variable			
S&P 500	6846	7500	9.6%
NASDAQ	23242	25000	7.6%
DAX	24490	27000	10.2%
Nikkei	50339	55000	9.3%
MSCI EM	1404	1600	13.9%
Renta Fija			
Bonos del Tesoro de EE. UU. a 2 Años	3.473	2.75	-0.72
Bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 Años	4.17	3.75	-0.42
Curva de 2 a 10 Años	0.69	1.00	0.31
Divisas			
EUR/USD	1.17	1.23	4.8%
USD/UPY	156	150	-4.1%
EUR/CHF	0.9307	0.9400	1.0%
Materias Primas			
Oro	4319	4750	10.0%
Petróleo Brent	61	55	-9.6%

Aviso legal: Bank of Nassau 1982 Ltd. ("BON") está registrado bajo la Ley de la Industria de Valores de 2011 ante la Comisión de Valores de Las Bahamas (Registro N.º SIA-F083) y el Banco Central de Las Bahamas (Licencia N.º LIC0117). Este documento está dirigido exclusivamente a clientes y socios de Bank of Nassau y no debe ser transmitido a terceros. Este documento se proporciona únicamente con fines informativos e ilustrativos. No constituye una solicitud u oferta, ni una invitación o recomendación para comprar o vender inversiones u otros instrumentos financieros específicos. La información contenida en este documento se ofrece únicamente como un comentario general y no constituye en modo alguno asesoramiento financiero regulado. No toma en consideración los objetivos financieros, la situación o las necesidades de cualquier persona.