

RESUMEN DE LA SEMANA PASADA

Los mercados bursátiles estadounidenses prolongaron su racha alcista hasta alcanzar su sexta semana consecutiva de ganancias, ya que el S&P 500 subió un **2,33%** para cerrar en un máximo histórico de 7.398,93, mientras que el Nasdaq Composite se disparó un **4,5%** hasta los 26.247,08, mientras que el Dow Jones Industrial Average se quedó rezagado con un modesto avance semanal del **0,2%**, lo que supuso la racha alcista más larga desde 2024 tanto para el S&P 500 como para el Nasdaq. La Oficina de Estadísticas Laborales informó el viernes de que el empleo no agrícola aumentó en 115 000 puestos en abril, superando sustancialmente la previsión consensuada de entre 55 000 y 65 000 puestos de trabajo, mientras que la tasa de desempleo se mantuvo estable en el 4,3 %, lo que demuestra que el mercado laboral había alcanzado un punto en el que solo se necesitaba una modesta creación de empleo para mantener el equilibrio, dado el mínimo crecimiento de la población activa, aunque los ingresos medios por hora decepcionaron con un crecimiento mensual del 0,2 % y del 3,6 % interanual frente a las expectativas del 0,3 % y el 3,8 % respectivamente, mientras que las revisiones mostraron que las pérdidas de empleo de febrero se agravaron hasta alcanzar las 156 000 desde las 133 000 y que las ganancias de marzo se revisaron al alza

hasta las 185 000. La frágil tregua entre EE. UU. e Irán se deterioró drásticamente a mediados de semana, cuando tres destructores de la Armada de EE. UU. fueron atacados por misiles, drones y pequeñas embarcaciones iraníes mientras transitaban por el estrecho de Ormuz hacia el golfo de Omán el jueves; los buques de guerra no sufrieron impactos, ya que las fuerzas estadounidenses eliminaron las amenazas, mientras que el viernes se vio cómo aviones de combate estadounidenses disparaban munición de precisión contra las chimeneas de dos petroleros vacíos con bandera iraní—el M/T Sea Star III y el M/T Sevda—que violaron el bloqueo naval estadounidense, aunque el presidente Trump insistió en que el alto el fuego seguía en vigor, restando importancia a los enfrentamientos militares como «solo un golpecito de amor». Los precios del petróleo reanudaron su repunte, con los futuros del crudo Brent subiendo un 1,20 % hasta los 101,26 dólares por barril y el WTI sumando un 0,88 % hasta los 95,64 dólares, ya que la escalada militar avivó los temores de que el alto el fuego se estuviera desmoronando, aunque los precios se moderaron a principios de semana después de que el secretario de Defensa, Pete Hegseth, confirmara que el alto el fuego se mantenía a pesar de los ataques de los Emiratos Árabes Unidos. Los resultados de las empresas de infraestructura de IA decepcionaron, ya que

CoreWeave se desplomó aproximadamente un 7 % el viernes tras anunciar unos ingresos en el primer trimestre de 2.080 millones de dólares frente a los 1.970 millones esperados, pero registrando una pérdida ajustada por acción de 1,12 dólares frente a los 0,90 dólares previstos, mientras que la previsión de ingresos para el segundo trimestre se situó entre 2.450 y 2.600 millones de dólares, con un punto medio de 2.530 millones, por debajo del consenso de 2.690 millones, y elevó la previsión de gasto de capital para 2026 de 30.000-35.000 millones a 31.000-35.000 millones de dólares, en medio de las presiones sobre los precios de los componentes, haciéndose eco de las preocupaciones de Meta sobre el gasto de capital de la semana anterior y reforzando la ansiedad de los inversores sobre la rentabilidad del gasto en infraestructura de IA. Los responsables de la Reserva Federal expresaron opiniones divergentes, ya que el presidente de la Fed de Chicago, Austan Goolsbee, calificó el mercado laboral de «estable sin ser bueno», con el desempleo, la contratación, los despidos y las vacantes mostrando pocos cambios en los últimos 18 meses, mientras que las acciones de tecnología y software siguieron impulsando las ganancias del mercado, ya que los inversores hicieron caso omiso de los riesgos geopolíticos y se centraron en el sólido impulso de los beneficios de las empresas relacionadas con la IA.

FLUCTUACIONES Y DATOS MACROECONÓMICOS

FECHAS CLAVE DE LA SEMANA PASADA

4 de mayo

Pedidos de bienes duraderos

Datos reales: 0,8 % frente a la previsión del 0,8 %

5 de mayo

Balanza comercial

Dato real: 60 300 millones de dólares frente a la previsión de -60 600 millones de dólares

PMI de servicios de S&P Global en EE. UU.

Real 51,0 frente a la encuesta 51,4

PMI compuesto de EE. UU. de S&P Global

Real 51,7 frente a la encuesta 52,0

Índice ISM de servicios

Real 53,6 frente a la encuesta 53,7

Ventas de viviendas nuevas

Real 635 000 frente a la encuesta de 636 000

8 de mayo

Variación del empleo no agrícola

Real 115 000 frente a la encuesta de 62 000

Tasa de desempleo

Real 4,3 % frente a la encuesta 4,3 %

GLOBAL EQUITY INDICES	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD	4,757.30	1.78% ↗	6.33%	7.38%
MSCI EM	1,711.25	6.86% ↗	10.58%	21.85%
MSCI EM LATIN AMERICA	3,205.05	0.38% →	-3.83%	18.30%
MSCI AC ASIA x JAPAN	1,125.63	7.63% ↗	12.65%	23.23%
USA				
S&P 500 INDEX	7,398.93	2.33% ↗	8.54%	8.08%
NASDAQ COMPOSITE	26,247.08	4.51% ↗	14.60%	12.93%
DOW JONES INDUS. AVG	49,609.16	0.22% →	3.53%	3.22%
RUSSELL 2000 INDEX	2,861.21	1.72% ↗	8.77%	15.28%
EUROPE				
STXE 600 (EUR) Pr	612.14	0.10% →	-0.44%	3.37%
Euro Stoxx 50 Pr	5,911.53	0.51% →	-0.25%	2.07%
DAX INDEX	24,338.63	0.19% →	2.25%	-0.62%
CAC 40 INDEX	8,112.57	-0.03% →	-1.78%	-0.45%
FTSE MIB INDEX	49,289.54	2.16% ↗	3.53%	9.67%
IBEX 35 INDEX	17,889.40	0.61% →	-1.73%	3.36%
SWISS MARKET INDEX	13,100.63	-0.27% →	-0.63%	-1.26%
FTSE 100 INDEX	10,233.07	-1.40% ↘	-3.47%	3.04%
ASIA				
NIKKEI 225	62,713.65	3.59% ↗	10.17%	24.58%
HANG SENG INDEX	26,393.71	2.39% ↗	1.93%	2.98%
CSI 300 INDEX	4,871.91	2.39% ↗	5.08%	5.23%
SENSEX	77,328.19	0.54% →	-0.29%	-9.26%
LATAM				
S&P/BMV IPC	69,855.58	2.94% ↗	-0.24%	8.63%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	184,108.29	-1.71% ↘	-6.70%	14.26%
MSCI COLCAP INDEX	2,122.70	-2.54% ↘	-7.78%	2.64%
S&P/CLX IPSA (CLP) TR	10,758.90	-1.37% ↘	-2.87%	2.65%

EQUITIES SECTORS	Last	5 Days	1 Month	YTD
PHILA GOLD & SILVER INDX	384.72	8.87% ↗	-5.02%	12.40%
MSCI WORLD/INF TECH	1,124.51	6.64% ↗	18.77%	15.50%
MSCI WORLD/MATERIAL	452.79	2.32% ↗	-0.65%	14.21%
MSCI WRLD/COMM SVC	183.63	1.89% ↗	11.21%	10.18%
MSCI WORLD/CONS DIS	501.10	1.63% ↗	6.00%	-0.35%
MSCI WORLD/INDUSTRAL	558.36	0.67% →	1.71%	11.78%
MSCI WORLD/REAL EST	1,145.75	0.14% →	2.76%	8.72%
MSCI WORLD/CON STPL	314.37	-0.60% →	0.74%	5.76%
MSCI WORLD/FINANCEVAL	184.94	-0.65% →	0.59%	-0.39%
MSCI WORLD BANK INDEX	193.05	-0.73% →	-0.38%	2.90%
MSCI WORLD/HLTH CARE	371.40	-1.35% ↘	-3.34%	-7.02%
MSCI WORLD/UTILITY	214.17	-3.42% ↘	-4.24%	7.47%
MSCI WORLD/ENERGY	333.85	-5.20% ↘	-2.91%	24.90%
US RATES				
	Last	5 Days	Close	12M Close
2Y	3.88	3.88	0.01	3.87
5Y	4.00	4.01	-0.01	3.98
10Y	4.35	4.37	-0.02	4.38
BONDS CREDIT SPREAD				
		5 Days	Close	12M Close
EM Bonds Spread	216.19	221.4	-5.2	313.40
HY Bonds Spread	259.00	257.0	2.0	337.00
BBB 10yr Spread	170.59	173.0	-2.4	184.72
FIXED INCOME				
		5 Days	1 Month	YTD
US High Yield	2,954.55	0.05% ↗	0.57%	1.37%
EM Bonds USD	1,405.26	0.41% ↗	1.02%	1.33%
EM Local Currency	154.47	1.04% ↗	0.16%	0.91%
CoCos USD	152.68	0.43% ↗	0.94%	0.94%
IG BBB 3-5yr USD	396.01	0.37% ↗	0.50%	0.07%
IG AA Corp USD	286.08	0.22% ↗	-0.14%	0.66%

COMMODITIES	Last	5 Days	1 Months	YTD
CRB INDEX	389.44	-2.90% ↘	5.45%	30.34%
WTI	95.42	-6.40% ↘	1.07%	66.18%
Brent	104.94	-10.58% ↘	-15.73%	68.05%
US Natural Gas	2.76	-0.83% →	1.21%	-25.20%
S&P GSCI Precious Metal	6,395.21	2.59% ↗	-0.18%	9.90%
Gold	4,715.25	2.19% ↗	-0.08%	9.17%
Silver	80.34	6.61% ↗	8.39%	12.11%
Platinum	2,058.68	3.43% ↗	1.25%	-0.09%
Palladium	1,490.62	-2.39% ↘	-4.40%	-7.99%
S&P GSCI Ind Metal Index	618.74	1.80% ↗	3.59%	12.02%
Aluminum	3,503.00	0.83% →	1.39%	16.94%
Copper	13,515.39	4.68% ↗	7.16%	8.53%
Nickel	18,691.59	-3.07% ↘	9.29%	13.28%
S&P GSCI Agriculture	379.48	-1.19% ↘	5.34%	7.68%
CURRENCIES				
	Last	5 Days	1 Month	YTD
CHF vs. USD	0.7766	0.71% ↗	1.91%	2.06%
JPY vs. USD	156.6800	0.21% ↗	1.21%	0.02%
CAD vs. USD	1.3677	-0.64% ↘	1.24%	0.34%
EUR vs. USD	1.1787	0.56% ↗	1.06%	0.35%
GBP vs. USD	1.3631	0.35% ↗	1.77%	1.16%
AUD vs. USD	0.7246	0.61% ↗	2.87%	8.59%
BRL vs. USD	4.8889	1.36% ↗	4.31%	11.99%
MXN vs. USD	17.1763	1.63% ↗	1.57%	4.84%
COP vs. USD	3,736.90	-2.63% ↘	-2.59%	1.09%
CNY vs. USD	6.8005	0.41% ↗	0.47%	2.76%
EUR vs. CHF	0.9148	0.02% ↗	0.90%	1.74%
DOLLAR INDEX	97.9000	-0.26% ↘	-1.24%	-0.43%
BITCOIN	80,357.59	0.53% ↗	10.95%	-8.32%

FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

11 de mayo

Ventas de viviendas existentes

Encuesta: 4,06 millones

12 de mayo

IPC intermensual

Encuesta 0,6 %

IPC interanual

Encuesta 3,7 %

13 de mayo

IPP de demanda final

Encuesta 0,5 %

14 de mayo

Variación intermensual de las ventas minoristas

Encuesta 0,6 %

15 de mayo

Producción industrial

Encuesta 0,2 %

PRIMER TRIMESTRE DE 2026 – RESULTADOS FINANCIEROS

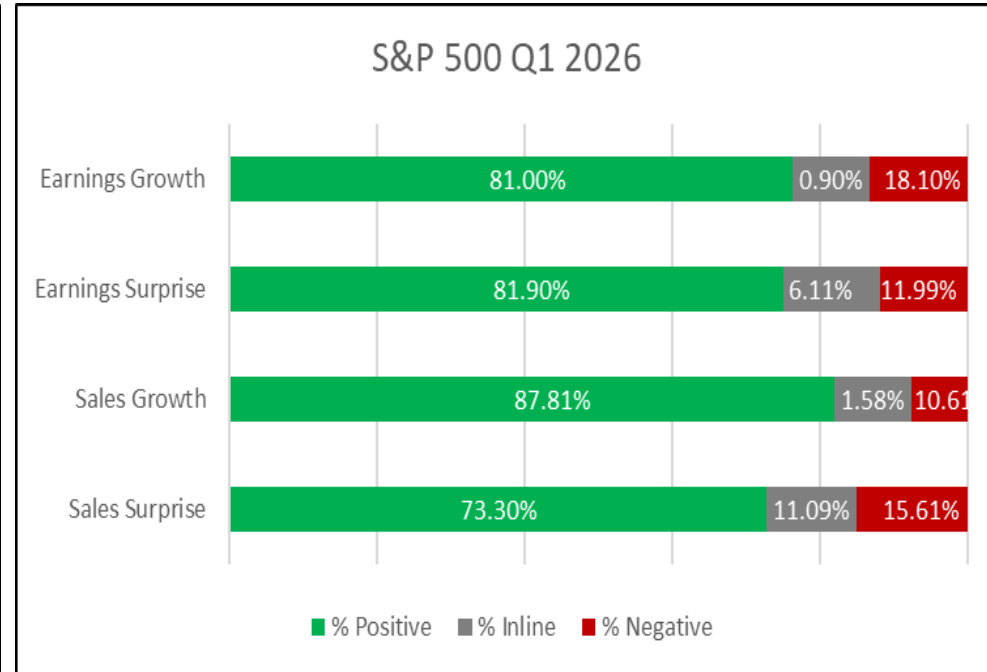
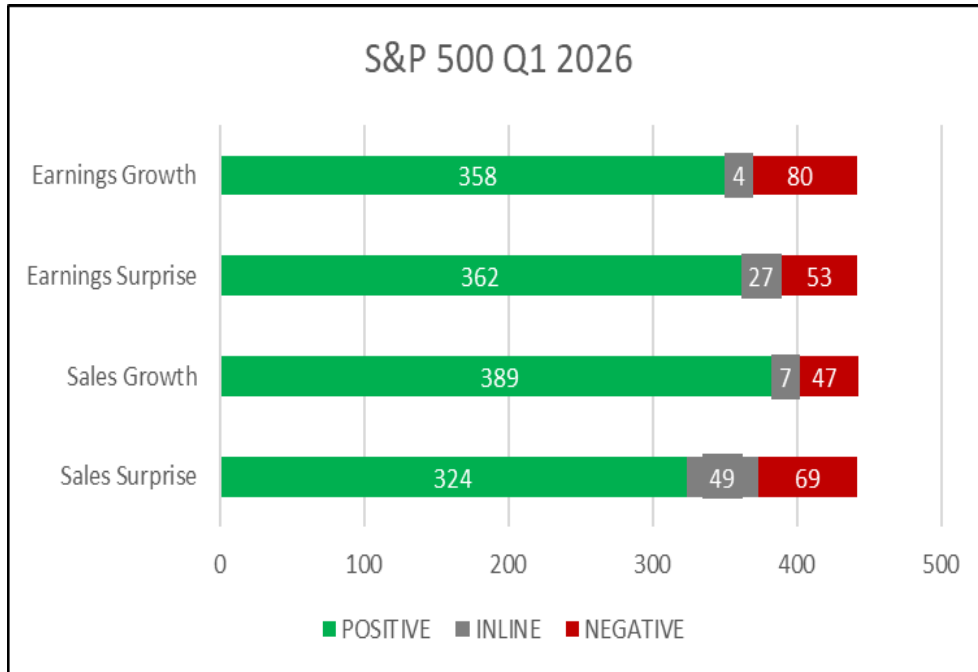
Earnings Growth				
	Positive	Inline	Negative	%
S&P 500	358	4	80	25.28%
Materials	20	0	5	41.72%
Industrials	59	1	12	13.62%
Consumer Staples	17	0	8	6.21%
Energy	15	0	7	1.36%
Technology	44	0	3	41.98%
Consumer Discretionary	24	0	11	48.21%
Communications	16	0	6	46.90%
Financials	77	0	3	23.51%
HealthCare	42	0	12	-3.14%
Utilities	24	0	6	17.28%
RealEstate	20	3	7	13.47%

Earnings Surprise				
	Positive	Inline	Negative	%
S&P 500	362	27	53	17.80%
Materials	20	2	3	17.12%
Industrials	61	5	6	8.48%
Consumer Staples	22	1	2	6.82%
Energy	18	1	3	21.71%
Technology	43	3	1	10.54%
Consumer Discretionary	24	2	9	48.03%
Communications	16	0	7	51.18%
Financials	66	2	11	6.70%
HealthCare	48	2	4	10.19%
Utilities	22	4	4	6.83%
RealEstate	22	5	3	5.36%

Sales Growth				
	Positive	Inline	Negative	%
S&P 500	389	7	47	10.43%
Materials	21	0	4	9.03%
Industrials	63	2	7	9.49%
Consumer Staples	19	2	4	10.28%
Energy	15	1	6	4.23%
Technology	44	0	3	23.27%
Consumer Discretionary	28	1	6	10.05%
Communications	21	0	2	14.57%
Financials	72	0	8	9.78%
HealthCare	51	0	3	7.03%
Utilities	29	0	1	11.19%
RealEstate	26	1	3	11.38%

Sales Surprise				
	Positive	Inline	Negative	%
S&P 500	324	49	69	1.91%
Materials	22	1	2	3.08%
Industrials	54	9	9	2.58%
Consumer Staples	19	4	2	1.11%
Energy	16	0	6	2.14%
Technology	40	6	1	2.71%
Consumer Discretionary	22	6	7	1.56%
Communications	14	5	4	1.59%
Financials	48	9	22	1.30%
HealthCare	44	3	7	1.39%
Utilities	23	1	6	5.64%
RealEstate	22	5	3	2.16%

PRIMER TRIMESTRE DE 2026 – RESULTADOS FINANCIEROS



TEMPORADA DE RESULTADOS DE LA SEMANA PASADA

DATE	COMPANY	ESTIMATE		ACTUAL		DIFFERENCE	
		EPS	REV	EPS	REV	EPS	REV
05/01/2026 (AM)	CHEVRON CORP	\$0.90	\$50.61 B	\$1.41	\$48.61 B	57.0%	-4.0%
05/01/2026 (AM)	EXXON MOBIL CORP	\$0.96	\$80.74 B	\$1.16	\$85.14 B	21.1%	5.5%
05/01/2026 (AM)	LINDE PLC	\$4.27	\$8.60 B	\$4.33	\$8.78 B	1.5%	2.1%
05/01/2026 (AM)	COLGATE-PALMOLIV	\$0.95	\$5.21 B	\$0.97	\$5.32 B	2.6%	2.2%
05/02/2026 (AM)	BERKSHIRE HATH-B	\$7,777.54	\$91.21 B	\$7,889.45	\$93.68 B	1.4%	2.7%
05/04/2026 (PM)	PALANTIR TECHN-A	\$0.28	\$1.54 B	\$0.33	\$1.63 B	18.7%	6.2%
05/05/2026 (AM)	PFIZER INC	\$0.73	\$13.84 B	\$0.75	\$14.45 B	3.0%	4.4%
05/05/2026 (AM)	DUKE ENERGY CORP	\$1.87	\$8.45 B	\$1.93	\$9.18 B	3.4%	8.6%
05/05/2026 (PM)	ADV MICRO DEVICE	\$1.28	\$9.89 B	\$1.37	\$10.25 B	6.8%	3.7%
05/05/2026 (PM)	EMERSON ELEC CO	\$1.53	\$4.60 B	\$1.54	\$4.56 B	0.5%	-0.9%
05/06/2026 (AM)	WALT DISNEY CO/T	\$1.51	\$24.87 B	\$1.57	\$25.17 B	3.9%	1.2%
05/06/2026 (AM)	UBER TECHNOLOGIE	\$0.71	\$13.33 B	\$0.13	\$13.20 B	-81.7%	-1.0%
05/06/2026 (AM)	CVS HEALTH CORP	\$2.18	\$94.77 B	\$2.57	\$100.43 B	17.9%	6.0%
05/07/2026 (AM)	MCDONALDS CORP	\$2.75	\$6.46 B	\$2.83	\$6.52 B	3.0%	0.8%
05/07/2026 (PM)	GILEAD SCIENCES	\$1.91	\$6.91 B	\$2.03	\$6.96 B	6.4%	0.7%

TEMPORADA DE RESULTADOS DE LA PRÒXIMA SEMANA

DATE	COMPANY	ESTIMATE		ACTUAL		DIFFERENCE	
		EPS	REV	EPS	REV	EPS	REV
05/11/2026	SIMON PROPERTY	\$3.01	\$1.67 B				
05/13/2026	CISCO SYSTEMS	\$1.04	\$15.57 B				
05/14/2026	APPLIED MATERIAL	\$2.68	\$7.66 B				

VISIÓN DEL IN ON CAPITAL

Asset Class	U	N	O
Renta Fija			
Renta Variable			
Alternativos			
Regions (Equity)			
Regions (Equity)	U	N	O
North America			
Europe			
Emerging Markets			
Japan			

Equity Sectors	U	N	O
Consumer Staples			
Health Care			
Telcom Services			
Utilities			
Consumer Disc.			
Energy			
Financials			
Industrials			
Technology			
Real Estate			
Materials			

Abril de 2026 ha sido el mes más sólido desde 2020 y la primera semana de mayo ha impulsado al alza el mercado, lo que supone su sexta semana positiva consecutiva y un rendimiento total del +17 %, lo que marca la racha alcista más larga desde 2024. Los mercados se encuentran ahora en su nivel más alto del año en territorio positivo y el consenso es muy favorable respecto al crecimiento del ESP, lo que hace que la valoración resulte más atractiva que hace unos meses. No obstante, la situación sigue siendo frágil y hay que tomar con cautela el actual repunte de recuperación.

Seguimos siendo cautelosos, ya que los mercados siguen sobrevalorados a largo plazo, con altas expectativas basadas en los excepcionales resultados del primer trimestre, pero con una gran concentración en algunas empresas tecnológicas. La economía ya se estaba debilitando antes del conflicto con Irán, y las tensiones en torno al estrecho de Ormuz han añadido una capa adicional de presión económica. El mercado está valorado a la perfección, con altas expectativas

¿Se está volviendo loco el mercado o está reflejando una nueva realidad?

El fin del conflicto iraní ha llevado al mercado de una situación de aversión al riesgo a un modo de total apetito por el riesgo. Irónicamente, los precios son ahora más altos que antes de la interrupción del estrecho de Ormuz, con un panorama económico potencialmente más débil. **Más sorprendente aún, dado que los precios son un 5 % más altos que el máximo anterior, las relaciones precio/beneficio (P/E) futuras son, sorprendentemente, un 9 % más bajas que a principios de este año** (gráfico 1). A pesar de la mayor amenaza de inflación y del posible impacto económico negativo debido al conflicto en Oriente Medio, la realidad es que los analistas se muestran más optimistas que nunca. **De hecho, las expectativas de crecimiento del beneficio por acción (BPA) para 2026 se sitúan ahora en el +21,3 %, el nivel más alto de la última década, si se excluye el bache del periodo pos-COVID** (gráfico 2). ¿Cómo se explica esto? ¿Se está volviendo loco el mercado o se trata simplemente de la expectativa de una nueva realidad?

De alguna manera, la paradoja entre un contexto macroeconómico en deterioro y unas expectativas de BPA al alza se disipa un poco cuando observamos qué es lo que está impulsando actualmente la cifra de consenso. Como comentario inicial, la cifra de consenso para 2026 se reconstruyó a partir de los resultados del primer trimestre, que se publicaron en su mayor parte antes de que se agravara la situación en Ormuz y se han extrapolado a la segunda mitad del año. Además, el crecimiento de los beneficios del primer trimestre de 2026, del 27,7 %, se concentró de forma abrumadora en un puñado de empresas tecnológicas de gran capitalización —solo Alphabet, Amazon y Meta representaron aproximadamente el 71 % del aumento neto en dólares de los beneficios del S&P 500— y esas empresas están en gran medida aisladas de los canales a través de los cuales el conflicto iraní se transmite a la economía real.

Gráfico 1: PER future del S&P 500 (20,98x)

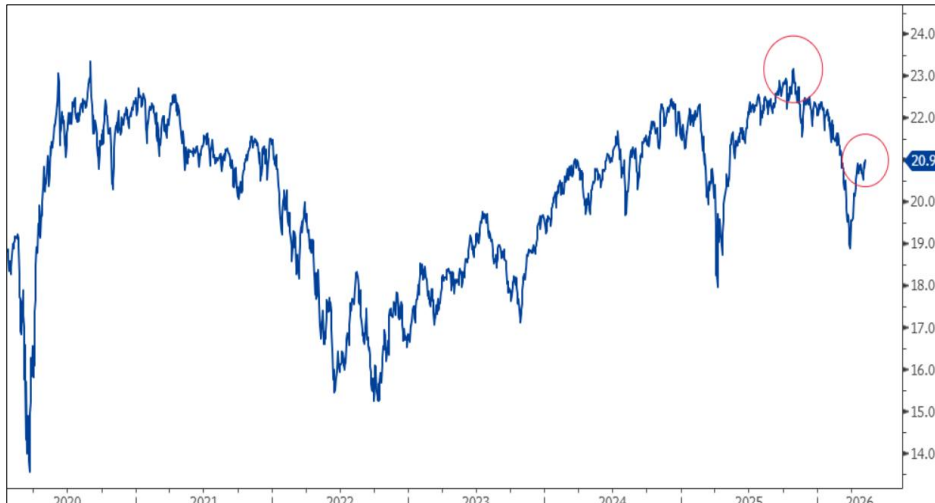
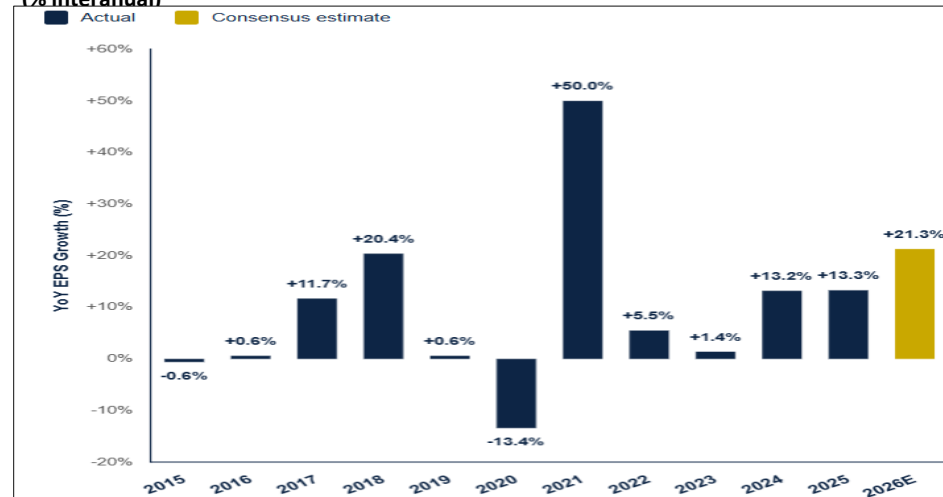


Gráfico 2: S&P 500 — Crecimiento anual del beneficio por acción (BPA) según el consenso (% interanual)



EL TEMA DE LA SEMANA

La pregunta que preocupa a los inversores es más bien si este ritmo de crecimiento es sostenible o, por el contrario, demasiado rápido. Como suele ocurrir en estas situaciones, varios indicadores se contradicen entre sí. Los pesimistas tienen tantos argumentos tangibles que esgrimir como los optimistas. Los primeros, al analizar los beneficios actuales, los ya generados por las empresas, concluyen que los índices bursátiles parecen demasiado altos. **Si nos fijamos en el PER actual, la valoración se encuentra ahora en su nivel más alto de los últimos 5 años, en comparación con un PER futuro que es casi un 10 % inferior al de principios de este año** (gráfico 3). En el primer caso, se trata de un sobrevaloramiento. En el segundo caso, se ajusta a la mediana ponderada de los últimos 30 años. Un fenómeno aún más intrigante es que la brecha entre ambos enfoques nunca ha sido tan amplia, con la comprensible excepción de la pandemia. **Si comparamos la situación actual del beneficio por acción (BPA) con la previsión del BPA para 2026, los beneficios tendrían que crecer un 31 % en los próximos nueve meses para justificar el nivel actual del S&P 500, situado en 7.398 dólares. Por el contrario, los optimistas se refieren a los beneficios futuros, aquellos basados en las previsiones para los próximos doce meses. Desde esta perspectiva igualmente válida, el índice bursátil insignia de EE. UU. podría subir hasta al menos 7.400 dólares, que es donde nos encontramos actualmente** (gráfico 4). ¿A qué se debe tal discrepancia? ¿Son las ganancias de productividad vinculadas al despliegue de la inteligencia artificial capaces de generar un crecimiento de los beneficios del 30 % anual? ¿Y puede lograrse esto sin que una contracción del empleo socave la capacidad de consumo de los hogares y, en consecuencia, la capacidad de las empresas para vender y generar beneficios? Cuando Internet despegó a finales de la década de 1990, el panorama económico y financiero era bastante similar. El índice de las principales acciones estadounidenses logró subir durante un tiempo (1999 y 2000), mientras que los múltiplos de valoración se disparaban a niveles peligrosamente altos. Posteriormente, y a pesar de las importantes ganancias de productividad, los índices acabaron volviendo a la realidad, cayendo un 20 % anual entre 2001 y 2003.

Gráfico 3: PER futuro del S&P 500 (21x); PER actual (26,7x)

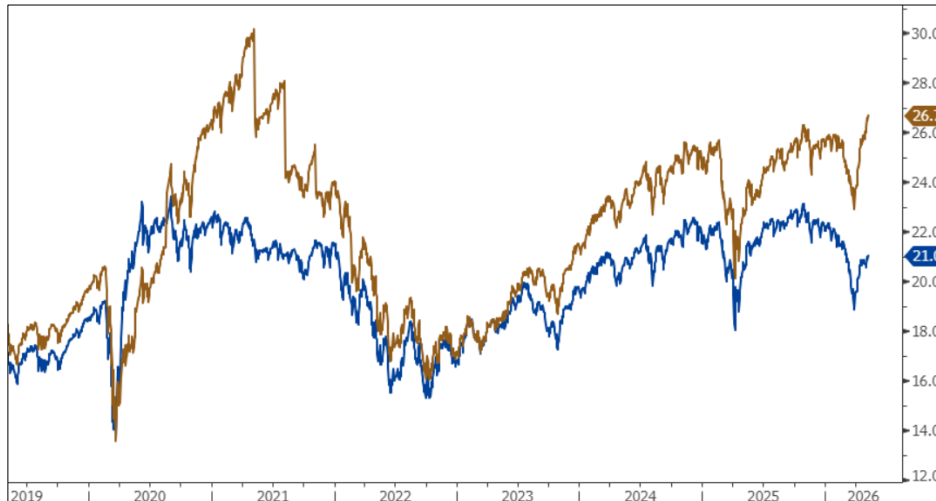
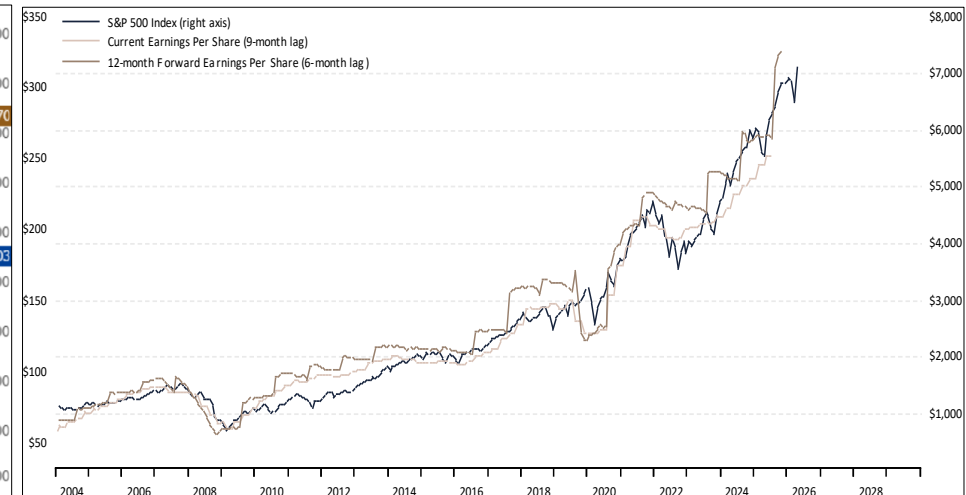


Gráfico 4: S&P 500; BPA actual (desfase de 9 meses); BPA previsto a 12 meses (desfase de 6 meses)



EL TEMA DE LA SEMANA

El ratio CAPE de Shiller está alcanzando niveles históricos

Hay otro indicador de valoración que actualmente está alcanzando máximos históricos: el ratio precio-beneficio ajustado cíclicamente (CAPE), desarrollado por el economista ganador del Premio Nobel Robert Shiller (gráfico 5). Permite evaluar, independientemente de los ciclos económicos, si un mercado está sobrevalorado o infravalorado. Se calcula dividiendo el índice S&P 500 entre los beneficios medios de los últimos 10 años, ajustados a la inflación. A finales de abril, superó el umbral psicológico de 40 veces los beneficios. Desde 1871, este ratio solo ha sido superior al actual en el 1 % de los casos, es decir, en 18 de los 1.864 meses analizados. Es evidente que hay pocos casos históricos en los que los inversores se hayan mostrado tan eufóricos, lo que debería animarles a actuar con cautela en los próximos años. Pero, ¿qué pasará en los próximos meses?

Es importante recordar que estos 18 meses no se distribuyen aleatoriamente a lo largo de toda la serie. Todos ellos se produjeron entre febrero de 1999 y agosto de 2000, con una subida en la primera mitad y una caída en la segunda. A lo largo de este periodo de euforia, el índice estadounidense se comportó bien, ya que siguió subiendo un 23 %. Luego se necesitaron siete meses de pérdidas para borrar las ganancias iniciales. Hoy en día, los inversores se enfrentan a la misma difícil elección. La primera es seguir bailando hasta que la música pare, para aprovechar al máximo todo el repunte, aunque ello implique asumir las pérdidas iniciales. La segunda es quedarse al margen del baile final y de los beneficios que conlleva, mientras se arma de paciencia. Es la aversión al riesgo de cada uno la que debe permitirle tomar la decisión más acertada.

Gráfico 5: Ratio CAPE «Shiller» del S&P 500



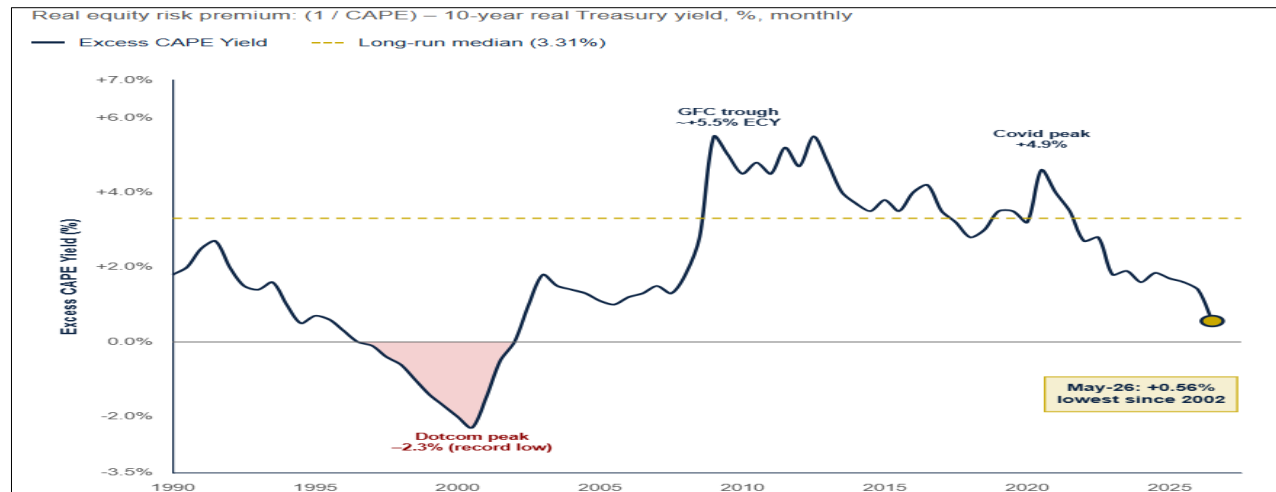
EL TEMA DE LA SEMANA

El “Excess CAPE Yield” ofrece mayor detalle

Para profundizar en el análisis, las simples estadísticas descriptivas no son suficientes. Es necesario utilizar enfoques complementarios, con toda la humildad que exige la escasez de datos. Las probabilidades condicionales y los enfoques analógicos permiten estimar la probabilidad de que el ratio suba y, por qué no, alcance un nuevo máximo. Dado que el ratio P/E de Shiller solo ha superado su nivel actual en una ocasión a lo largo de la historia, las probabilidades que se pueden derivar de ello son más bien puntos de referencia comparativos que leyes estadísticas. De lo contrario, absurdamente, se podría concluir que en el 100 % de los casos en los que el ratio ha superado este umbral, ha seguido subiendo y, por lo tanto, que el impulso alcista no se ha agotado. El enfoque del rendimiento CAPE excedente permite refinar esta valoración.

Este indicador, que el propio Shiller desarrolló para complementar su ratio, mide la prima de riesgo real que ofrecen las acciones en relación con los bonos. Se calcula restando el tipo real a diez años de la rentabilidad implícita de las acciones (la inversa del CAPE). **Con un CAPE de 40,65x, esta rentabilidad implícita se sitúa en el 2,46 %.** Dado que los títulos del Tesoro estadounidense protegidos contra la inflación (TIPS) a diez años ofrecen actualmente un 1,90 %, la prima de riesgo de la renta variable es ahora de solo +0,56 % (gráfico 6). Es prácticamente nula. En diciembre de 1998, cuando el CAPE superó por primera vez el umbral de 40x, este mismo cálculo arrojó un resultado de -1,39 %. Los bonos estaban superando a las acciones en términos de rentabilidad real y, sin embargo, el repunte continuó. Por lo tanto, el entorno de tipos de interés no es fundamentalmente diferente del que prevalecía al inicio del episodio anterior, en 1999. Es incluso ligeramente más favorable para las acciones. Según este criterio específico, la comparación con la burbuja puntocom sugiere una posible continuación del impulso actual, más que una pérdida inmediata de fuerza.

Gráfico 6: S&P 500 — Shiller Excess CAPE Yield (ECY)



EL TEMA DE LA SEMANA

CONCLUSIÓN

La aparente paradoja entre un contexto macroeconómico en deterioro y unas expectativas de beneficio por acción al alza podría explicarse por diferentes dinámicas. En primer lugar, el crecimiento de los beneficios del primer trimestre de 2026, del 27,7 %, se concentró de forma abrumadora en un puñado de empresas tecnológicas de gran capitalización —solo Alphabet, Amazon y Meta representaron aproximadamente el 71 % del aumento neto en dólares de los beneficios del S&P 500— y esas empresas están en gran medida aisladas de los canales a través de los cuales el conflicto iraní se transmite a la economía real. Consumen poca energía en relación con sus ingresos, obtienen una parte sustancial de sus beneficios de activos intangibles y se benefician directamente de un ciclo de inversión en IA que las hiperescaladoras están financiando internamente. La prima de riesgo de Ormuz afecta a las aerolíneas, el transporte, los productos químicos y parte del sector de consumo discrecional, pero esos sectores tienen un peso mucho menor en los beneficios del S&P 500 que en la economía en general. En segundo lugar, los márgenes han realizado un trabajo estructural. El margen de beneficio neto combinado del primer trimestre alcanzó el 14,7 %, el nivel más alto desde que FactSet comenzó a registrar este indicador en 2009, con el sector de la tecnología de la información solo en el 29,5 %. Cuando los márgenes se expanden desde una base del 12 % hasta más del 14 %, incluso un crecimiento modesto de los ingresos produce ganancias desmesuradas en el beneficio por acción. El poder de fijación de precios se ha mantenido, la productividad impulsada por la IA está empezando a reflejarse en el apalancamiento operativo y la debilidad del dólar estadounidense proporciona un impulso favorable a las multinacionales en materia de conversión de divisas. En tercer lugar, hay que ser sinceros sobre el momento. La cifra de consenso para 2026 se reconstruyó a partir de los resultados del primer trimestre, que en su mayor parte se publicaron antes de que se agravara la situación en el estrecho de Ormuz. Es casi seguro que las estimaciones futuras van por detrás del deterioro macroeconómico. El riesgo no es que la cifra del +21 % sea errónea en cuanto a lo que ya se ha cumplido, sino que extrapola la fortaleza de las megacapitalizaciones del primer trimestre a la segunda mitad del año, y que el contexto petrolero y geopolítico podría no respaldar la trayectoria completa que el consenso está descontando actualmente.

Ahora bien, según el ratio CAPE, los mercados se encuentran actualmente cerca de niveles extremos y valorados a la perfección, por lo que cualquier decepción podría provocar desilusión y una fuerte corrección. Dicho esto, el rendimiento CAPE excedente nos demostró durante la burbuja puntocom que los mercados podían mantenerse eufóricos durante un periodo de tiempo prolongado. **A pesar de este último aspecto, seguimos creyendo que, estadísticamente hablando, el mercado tiene más riesgo a la baja que potencial alcista.**

In On Capital, S.A. pone a disposición este contenido únicamente con fines informativos y sin la intención de constituir una solicitud u oferta, recomendación o asesoramiento para adquirir o vender derechos sobre valores o productos de inversión o ser parte de cualquier transacción de cualquier tipo, en particular con cualquier receptor que no sea un inversionista calificado, autorizado, elegible y /o profesional. Este contenido es para uso exclusivo del destinatario y no se puede comunicar, imprimir, descargar, usar o reproducir para ningún otro propósito. No está destinado a ser distribuido a personas físicas o jurídicas que sean nacionales de un país, ni a ser utilizado por dichas personas, o está sujeto a la jurisdicción de una jurisdicción cuyas leyes o reglamentos prohíben dicha distribución o uso. Si bien In On Capital hará todo lo posible para obtener información de fuentes que considere confiables, In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas no asumen ninguna responsabilidad por este contenido y no ofrecen ninguna garantía. Los datos mencionados son exactos, completos o confiables. Por lo tanto, In On Capital no asume ninguna responsabilidad por cualquier pérdida resultante del uso de este contenido. La información continua, las revisiones y las evaluaciones en este documento se aplicarán en el momento de la publicación y pueden revocarse o modificarse sin previo aviso. Este contenido está destinado solo a destinatarios que entienden los riesgos involucrados y pueden asumirlos. Antes de realizar cualquier transacción, los destinatarios deben determinar si el producto o producto de inversión mencionado en el contenido corresponde a sus circunstancias particulares y deben asegurarse de evaluar independientemente (con sus asesores profesionales) los riesgos específicos y las consecuencias legales, fiscales y contables y las condiciones de elegibilidad para cualquier compra, tenencia o venta de valores o productos de inversión mencionados en el contenido. In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas pueden tener intereses en las inversiones descritas en este documento y/o estar obligados por compromisos de suscripción a dichas inversiones. In On Capital no garantiza la idoneidad de la información, avisos o valores y productos de inversión mencionados. Los datos históricos de rendimiento de valores y productos de inversión o activos subyacentes no son una unidad organizativa responsable de la investigación financiera. In On Capital está sujeto a requisitos regulatorios separados y ciertos servicios, valores y/o productos de inversión pueden no estar disponibles en todas las jurisdicciones o para todo tipo de destinatarios. Los destinatarios deberán cumplir con todas las leyes y regulaciones aplicables. Este documento no está destinado a proporcionar servicios, valores y/o productos de inversión en países o jurisdicciones en los que dicha oferta sería ilegal según las leyes y regulaciones locales aplicables. In On Capital, S.A. es una entidad regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá SMV 296/2014.