



REPORTE SEMANAL DE INVERSIÓN

La fortaleza del dólar es temporal

19 de octubre de 2026

— RESUMEN DE LA SEMANA PASADA

Las acciones sufrieron su mayor caída semanal desde junio: el S&P 500 retrocedió aproximadamente un 2,0 %, el Nasdaq Composite cayó un 4,5 % y el Dow Jones Industrial Average subió un 0,7 %, su segunda subida semanal consecutiva. La racha alcista de cuatro semanas del Nasdaq terminó bruscamente al acelerarse la venta masiva de acciones de empresas de infraestructura de inteligencia artificial. El Nasdaq-100 cayó aproximadamente un 5 % a lo largo de la semana, el ETF de semiconductores registró su peor semana en dieciocho meses y CoreWeave perdió alrededor de una cuarta parte de su valor. Las preocupaciones se centraron en si los proveedores de infraestructura de IA, muy endeudados, podrían generar beneficios suficientes para hacer frente al servicio de su deuda, sobre todo teniendo en cuenta que los costes de financiación se mantuvieron elevados. El VIX subió por encima de 22 por primera vez desde junio, lo que indica que los inversores estaban descontando una volatilidad a corto plazo considerablemente mayor.

El mercado de bonos, que había dominado las dos semanas anteriores, protagonizó el giro más pronunciado de la semana. El rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años abrió la semana cerca del 5,24 %, alcanzó un máximo intradía de aproximadamente el 5,33 % el miércoles y cerró el viernes en torno al 5,10 %, su mejor descenso semanal desde febrero. El rendimiento a 30 años también se moderó, pasando de alrededor del 5,60 % al 5,43 %. Este respiro se produjo tras la publicación del informe de precios al consumo de septiembre, que resultó más alto de lo esperado: el IPC general subió un 0,6 % intermensual y un 3,7 % interanual, frente a la previsión consensuada del 3,6 %, mientras que el IPC subyacente alcanzó el 2,6 %, por encima del 2,5 % previsto. Los precios de la gasolina se dispararon un 9,1 % en el mes y representaron más de la mitad del aumento.

A pesar de este impulso inflacionista, el discurso de la Fed se orientó hacia la paciencia, y sus responsables apuntaron a una pausa en la reunión del 27 y 28 de octubre; los mercados interpretaron la relajación de los rendimientos a largo plazo como un respiro bienvenido para las valoraciones.

Ese respiro se vio arrollado el viernes por la crisis energética. Irán intensificó los ataques en el estrecho de Ormuz, las fuerzas hutíes atacaron instalaciones de Arabia Saudí y Ucrania intensificó los ataques contra refinerías rusas. El crudo West Texas Intermediate superó los 100 dólares por barril por primera vez en el periodo, mientras que el Brent subió un 3,7 % hasta situarse cerca de los 110 dólares, su nivel más alto desde mayo.

La combinación de la subida del precio del petróleo, una inflación obstinadamente alta y las inquietudes crediticias relacionadas con la IA dejó a los inversores con pocos apoyos, y el S&P 500 y el Nasdaq cerraron en sus mínimos de la semana. Este episodio pone de relieve la fragilidad de un repunte bursátil que ha dependido en gran medida del liderazgo tecnológico, y centra aún más la atención en la próxima publicación del IPC, la reunión de la Fed de finales de octubre y la temporada de resultados del tercer trimestre, que comienza a mediados de octubre.

— FLUCTUACIONES Y DATOS MACROECONÓMICOS

FECHAS CLAVE DE LA SEMANA PASADA

13 oct — Ventas de viviendas de segunda mano: real 3,99 millones frente a 3,95 millones de la previsión
14 oct — IPC interanual: real 3,7 % frente a 3,6 % de la previsión

15 oct — IPP de demanda final mensual: real 1,3 % frente a 0,6 % de la previsión
16 oct — Producción industrial intermensual: real 0,7 % frente a 0,4 % de la previsión

14 oct — IPC intermensual: real 0,6 %, en línea con la previsión

15 oct — Ventas minoristas intermensuales: real 0,8 % frente a 0,3 % de la previsión
15 oct — IPP de demanda final interanual: real 6,3 % frente a 5,4 % de la previsión

FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

20 oct — Inicio de obras de vivienda: previsión 1.303.000
23 oct — PMI de servicios de EE. UU. de S&P Global (P): previsión 58,0
23 oct — Índice de confianza de la Universidad de Michigan: previsión 46,3

23 oct — PMI manufacturero de EE. UU. de S&P Global (P): previsión 55,5
23 oct — PMI compuesto de EE. UU. de S&P Global (P): previsión 57,4

GLOBAL EQUITY INDICES	Last	5D	1M	YTD
MSCI WORLD	4,907.78	-1.10%	-0.13%	10.78%
MSCI EM	1,620.63	-5.16%	-5.27%	15.40%
MSCI EM LATIN AMERICA	3,320.94	-1.54%	7.80%	22.58%
MSCI AC ASIA x JAPAN	1,060.95	-5.75%	-6.24%	16.15%
USA				
S&P 500 INDEX	7,659.44	-1.95%	0.12%	11.89%
NASDAQ COMPOSITE	26,140.03	-4.48%	-1.44%	12.47%
DOW JONES INDUS. AVG	52,002.41	0.67%	0.62%	8.20%
RUSSELL 2000 INDEX	2,721.37	-3.05%	-4.86%	9.65%
EUROPE				
STXE 600 (EUR) Pr	644.74	2.09%	1.46%	8.87%
Euro Stoxx 50 Pr	6,204.23	0.50%	-0.51%	7.13%
DAX INDEX	25,622.61	2.13%	1.26%	4.62%
CAC 40 INDEX	7,956.70	1.97%	-1.34%	-2.37%
FTSE MIB INDEX	49,857.18	0.22%	-3.27%	10.93%
IBEX 35 INDEX	19,326.30	1.54%	-0.96%	11.66%
SWISS MARKET INDEX	14,391.31	4.38%	4.39%	8.47%
FTSE 100 INDEX	10,881.90	3.13%	2.09%	9.57%
ASIA				
NIKKEI 225	65,324.29	-5.38%	0.47%	29.77%
HANG SENG INDEX	24,186.83	-0.10%	-2.28%	-5.63%
CSI 300 INDEX	4,170.61	-3.40%	-7.47%	-9.92%
SENSEX	74,729.27	3.11%	0.58%	-12.31%
LATAM				
S&P/BMV IPC	68,929.72	4.36%	8.76%	7.19%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	205,430.33	-0.38%	10.91%	27.50%
MSCI COLCAP INDEX	2,566.28	1.60%	0.71%	24.09%
MSCI CHILE	1,527.00	-0.80%	-6.55%	-8.04%

EQUITIES SECTORS	Last	5D	1M	YTD
MSCI WORLD/CON STPL	327.80	5.64%	7.17%	10.28%
MSCI WORLD/HLTH CARE	433.22	3.73%	4.00%	8.46%
MSCI WORLD/UTILITY	203.15	2.62%	2.35%	1.94%
MSCI WORLD/ENERGY	393.27	2.45%	6.05%	47.13%
MSCI WORLD/FINANCE	243.10	1.82%	-2.13%	5.24%
MSCI WORLD/REAL EST	1,065.64	1.26%	-0.55%	1.12%
MSCI WORLD BANK INDEX	206.10	1.17%	-4.98%	9.86%
MSCI WORLD/MATERIAL	439.47	0.67%	-0.86%	10.85%
MSCI WORLD/INDUSTRL	536.77	0.02%	-1.14%	7.45%
MSCI WORLD/CONS DIS	475.62	-0.72%	0.94%	-5.41%
MSCI WRLD/COMM SVC	169.35	-1.46%	-1.02%	1.62%
PHILA GOLD & SILVER INDX	356.98	-2.65%	-9.51%	4.29%
MSCI WORLD/INF TECH	1,191.62	-6.62%	-2.07%	22.39%
US RATES	Last	5D Close	12M Close	
2Y	4.71	4.79 (-0.08)		3.42 (+1.28)
5Y	4.87	5.02 (-0.15)		3.55 (+1.32)
10Y	5.07	5.24 (-0.17)		3.97 (+1.10)
BONDS CREDIT SPREAD	Last	5D Close	12M Close	
EM Bonds Spread	218.42	220.4 (-2.0)		271.45 (-53.0)
HY Bonds Spread	331.00	300.0 (+31.0)		281.00 (+50.0)
BBB 10yr Spread	146.72	146.2 (+0.5)		177.84 (-31.1)
FIXED INCOME	Last	5D	1M	YTD
US High Yield	2,914.81	-0.27%	-1.69%	0.01%
EM Bonds USD	1,378.57	0.65%	-0.96%	-0.60%
EM Local Currency	154.76	0.47%	0.28%	1.10%
CoCos USD	148.26	0.79%	-1.08%	-1.98%
IG BBB 3-5yr USD	387.50	0.62%	-0.64%	-3.27%
IG AA Corp USD	276.53	0.91%	-0.58%	-1.50%

COMMODITIES	Last	5D	1M	YTD
CRB INDEX	419.83	1.23%	-0.64%	40.51%
WTI	101.41	10.41%	-1.00%	76.61%
Brent	116.61	-12.18%	-8.04%	86.73%
US Natural Gas	3.12	-3.23%	7.78%	-15.46%
S&P GSCI Precious Metal	5,502.04	-1.39%	-6.51%	-5.45%
Gold	4,165.58	-0.68%	-2.30%	-3.56%
Silver	56.99	-6.30%	-9.52%	-20.48%
Platinum	1,635.12	-3.39%	-6.88%	-20.64%
Palladium	1,116.34	-3.34%	-12.66%	-31.09%
S&P GSCI Ind Metal Index	599.12	-1.30%	-4.14%	8.46%
Aluminum	3,001.50	-1.54%	-8.18%	0.20%
Copper	14,496.93	-1.22%	2.08%	16.41%
Nickel	15,164.28	-1.75%	-5.24%	-8.10%
S&P GSCI Agriculture	408.82	-0.37%	-3.40%	16.01%
CURRENCIES				
CHF vs. USD	0.8240	0.74%	0.21%	-3.81%
JPY vs. USD	158.0200	0.18%	-1.11%	-0.83%
CAD vs. USD	1.4141	0.82%	-1.08%	-2.95%
EUR vs. USD	1.1239	0.35%	-1.97%	-4.32%
GBP vs. USD	1.3327	0.70%	-0.40%	-1.10%
AUD vs. USD	0.6946	-0.53%	-2.00%	4.09%
BRL vs. USD	5.0627	-1.49%	1.78%	8.14%
MXN vs. USD	18.4890	-0.40%	-6.72%	-2.60%
COP vs. USD	3,174.82	0.45%	-1.51%	18.99%
CNY vs. USD	6.6866	0.09%	0.34%	4.51%
EUR vs. CHF	0.9260	0.42%	2.24%	0.51%
DOLLAR INDEX	101.8370	-0.37%	1.58%	3.57%
BITCOIN	81,443.84	-1.86%	6.46%	-7.08%

— TEMPORADA DE RESULTADOS DE LA SEMANA PASADA

DATE	COMPANY	ESTIMATE		ACTUAL		DIFFERENCE	
		EPS	REV	EPS	REV	EPS	REV
10/13/2026 (AM)	JOHNSON & JOHNSON	\$2.52	\$25.40 B	\$2.59	\$25.40 B	2.7%	0.0%
10/13/2026 (AM)	WELLS FARGO & CO	\$1.84	\$22.31 B	\$1.87	\$21.87 B	1.6%	-2.0%
10/13/2026 (AM)	GOLDMAN SACHS GROUP INC	\$12.82	\$16.76 B	\$17.01	\$18.68 B	32.7%	11.4%
10/13/2026 (AM)	UNITEDHEALTH GROUP INC	\$4.12	\$111.03 B	\$4.69	\$112.69 B	13.7%	1.5%
10/13/2026 (AM)	JPMORGAN CHASE & CO	\$5.92	\$51.37 B	\$5.57	\$50.91 B	-5.9%	-0.9%
10/13/2026 (AM)	CITIGROUP INC	\$2.65	\$23.72 B	\$2.85	\$23.85 B	7.6%	0.5%
10/14/2026 (AM)	BANK OF AMERICA CORP	\$1.09	\$30.58 B	\$1.08	\$29.96 B	-1.2%	-2.0%
10/14/2026 (AM)	MORGAN STANLEY	\$2.92	\$19.89 B	\$3.03	\$20.34 B	3.9%	2.2%
10/14/2026 (AM)	BLACKROCK INC	\$14.15	\$7.40 B	\$15.93	\$7.75 B	12.6%	4.8%
10/15/2026 (AM)	BANK OF NEW YORK MELLON CORP	\$2.27	\$5.57 B	\$2.37	\$5.68 B	4.3%	2.0%
10/15/2026 (AM)	SCHWAB (CHARLES) CORP	\$1.65	\$7.17 B	\$1.69	\$7.17 B	2.2%	0.0%
10/15/2026 (AM)	US BANCORP	\$1.33	\$8.01 B	\$1.34	\$7.97 B	1.1%	-0.5%

— TEMPORADA DE RESULTADOS DE LA PRÓXIMA SEMANA

DATE	COMPANY	ESTIMATE	
		EPS	REV
10/20/2026	CAPITAL ONE FINANCIAL CORP	\$5.43	\$16.25 B
10/20/2026	INTUITIVE SURGICAL INC	\$2.64	\$2.90 B
10/20/2026	GENERAL ELECTRIC	\$2.01	\$12.86 B
10/20/2026	3M CO	\$2.39	\$6.61 B
10/20/2026	RTX CORP	\$1.79	\$24.00 B
10/20/2026	NETFLIX INC	\$0.82	\$12.87 B
10/20/2026	GENERAL MOTORS CO	\$3.57	\$48.52 B
10/21/2026	ABBOTT LABORATORIES	\$1.42	\$13.00 B
10/21/2026	DANAHER CORP	\$1.93	\$6.56 B
10/21/2026	NEXTERA ENERGY INC	\$1.22	\$8.44 B
10/21/2026	INTL BUSINESS MACHINES CORP	\$2.87	\$16.83 B
10/21/2026	LAM RESEARCH CORP	\$2.19	\$8.13 B
10/21/2026	AT&T INC	\$0.60	\$31.70 B
10/21/2026	THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	\$6.41	\$11.95 B
10/21/2026	TEXAS INSTRUMENTS INC	\$2.41	\$5.91 B
10/21/2026	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	\$2.30	\$11.30 B
10/21/2026	TESLA INC	\$0.43	\$28.01 B
10/21/2026	META PLATFORMS INC-CLASS A	\$5.85	\$63.31 B
10/22/2026	COMCAST CORP-CLASS A	\$0.98	\$29.17 B
10/22/2026	PROCTER & GAMBLE CO/THE	\$1.89	\$22.79 B
10/22/2026	UNION PACIFIC CORP	\$3.47	\$7.12 B
10/22/2026	LOCKHEED MARTIN CORP	\$7.50	\$20.42 B

— VISIÓN DE ACTIVOS DE IN ON CAPITAL

Los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años registraron su mejor rendimiento semanal desde mediados de febrero, ya que los rendimientos cayeron aproximadamente 17 puntos básicos, pasando del 5,242 % del lunes al 5,077 % del viernes. El principal factor fue una fuerte rotación hacia activos más seguros, alejándose de las acciones de inteligencia artificial y tecnología: CoreWeave se desplomó más de un 20 % debido a las preocupaciones sobre la financiación de los gastos de capital, lo que desencadenó una huida generalizada hacia la seguridad que se dirigió hacia los bonos del Tesoro.

La subida de los tipos a largo plazo por encima del 5 % ha desencadenado una cierta aversión al riesgo y el mercado de valores parece haber entrado en una fase de corrección a corto plazo.

Los datos económicos se han mostrado lo suficientemente sólidos como para evitar una caída significativa del mercado, pero las elevadas expectativas de beneficios empresariales, las altas valoraciones y los tipos elevados pueden sugerir que, tácticamente, se podría adoptar una postura más defensiva en la asignación de activos en renta variable a corto plazo, aunque nuestra visión a largo plazo se mantiene intacta.

IN ON CAPITAL ASSET VIEW — VISTA A 6-12 MESES

Equities	U	N	O
Global			
USA			
Europe			
Emerging Markets			

Sectors	U	N	O
Information Technology			
Health Care			
Financials			
Communication Services			
Consumer Discretionary			
Industrials			
Consumer Staples			
Energy			
Utilities			
Real Estate			
Materials			
Gold & Silver			

EL TEMA DE LA SEMANA • DIVISAS

— La fortaleza del dólar es temporal

El 28 de febrero, los ataques estadounidenses e israelíes contra Irán provocaron el cierre del estrecho de Ormuz, la arteria por la que normalmente transita aproximadamente una quinta parte del suministro mundial de petróleo. El Brent superó los 100 dólares por barril a principios de marzo por primera vez desde 2022, lo que llevó a la Agencia Internacional de la Energía a liberar 400 millones de barriles de las reservas de emergencia. Desde entonces, el conflicto ha seguido un patrón frustrante de tregua y recaída: un alto el fuego en abril, un memorándum de entendimiento en junio, su ruptura en julio y, a finales de septiembre, el rechazo por parte de Washington de la última propuesta de Teherán, lo que volvió a situar al Brent por encima de los 108 dólares. **En el mercado de divisas, ante la perspectiva de una mayor inflación y de subidas de los tipos de interés, el índice del dólar ha subido un 3,5 % desde principios de año y alcanzó los 102 puntos el 1 de octubre, su nivel más alto desde marzo de 2025** (gráfico 1).

La crisis energética se ha trasladado a los precios en un momento en el que la inflación ya llevaba más de cinco años superando el objetivo de la Fed: la inflación general del PCE alcanzó el 3,8 % en agosto y la inflación subyacente del PCE, el 3,4 %. Los responsables políticos temen ahora abiertamente que la inflación se mantenga en niveles más altos durante más tiempo. La Fed abandonó su sesgo expansivo en junio y subió su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos el 16 de septiembre, hasta un rango del 3,75 % al 4,00 %, en una votación unánime que las actas describen como una «póliza de seguro» contra la inflación persistente. Los mercados descuentan ahora una nueva subida antes de fin de año, y los rendimientos de los bonos del Tesoro han subido a sus niveles más altos en más de dos décadas. **Irónicamente, a pesar de todos estos argumentos, el dólar sigue siendo técnicamente frágil, situándose justo por encima de una línea de tendencia ascendente de 18 años (gráfico 1), y solo se ha apreciado un +3,5 %, con un rendimiento inferior al del COP, el BRL, el CNY y el AUD** (gráfico 2).



Gráfico 1: Índice del dólar (101,80)

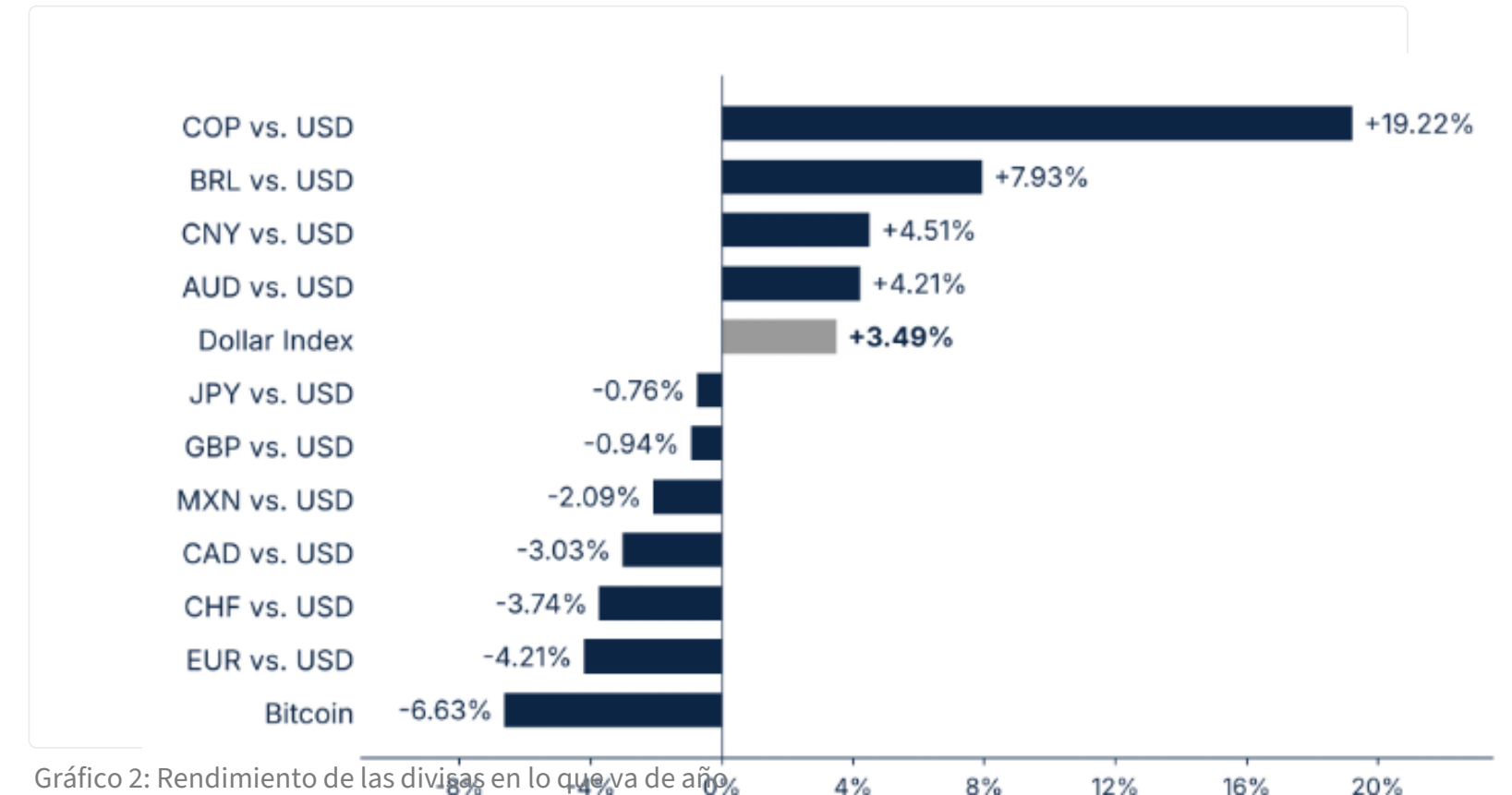


Gráfico 2: Rendimiento de las divisas en lo que va de año

EL TEMA DE LA SEMANA • DIVISAS

— La volatilidad se sitúa cerca de mínimos históricos

Si bien la volatilidad es baja en el mercado de valores, prácticamente ha desaparecido del mercado de divisas. **El índice de volatilidad implícita de las principales divisas se sitúa en 6,2, frente a una media de 7,9 en los últimos cinco años y un máximo de 13,8 en el otoño de 2022** (gráfico 3). Los bancos centrales han preparado cuidadosamente a los inversores para sus decisiones, y las intervenciones de las autoridades de Estados Unidos, Japón y Suiza han amortiguado gran parte de la turbulencia habitual. En un entorno así, el carry trade —que consiste en pedir prestado en una divisa de bajo rendimiento para invertir en otra de mayor rendimiento— se convierte en el principal motor de los tipos de cambio. **En 2026, las divisas con mejor comportamiento son las de los países que combinan altos rendimientos con materias primas exportables (gráfico 4).**

El peso colombiano es el ejemplo más claro, con una revalorización del 19,2 % este año. Colombia exporta petróleo, por lo que un precio más alto del crudo mejora directamente su balanza comercial. El banco central, ante una inflación muy por encima de su objetivo del 3 %, ha subido su tipo de interés oficial del 10,25 % en febrero al 12,25 % a finales de septiembre, ofreciendo uno de los tipos de carry más generosos del mundo. La política ha aportado un impulso adicional: desde que Abelardo de la Espriella asumió el cargo el 7 de agosto, los inversores han apostado por la consolidación fiscal, la estabilidad política y una lucha decidida contra la delincuencia. El COP cotiza en su nivel más alto en unos cinco años. El real brasileño se ha apreciado un 7,9 %, a pesar de una campaña electoral que, en circunstancias normales, habría lastrado la moneda. Con la Selic en el 13,75 % tras cinco recortes de un cuarto de punto, Brasil sigue ofreciendo uno de los tipos de interés reales más altos entre las principales economías, y su base exportadora de petróleo, mineral de hierro y productos agrícolas se beneficia de los elevados precios de las materias primas. En la primera vuelta de las elecciones presidenciales del 4 de octubre, Flávio Bolsonaro superó al presidente Lula con un 47,0 % de los votos válidos frente a un 45,2 %. Los mercados consideran a Bolsonaro más restrictivo en materia fiscal, y el real rozó brevemente los 4,98 por dólar el 5 de octubre, su nivel más alto en diecisiete meses.



Gráfico 3: Índice de volatilidad implícita de las principales divisas (derecha) y de la renta variable estadounidense

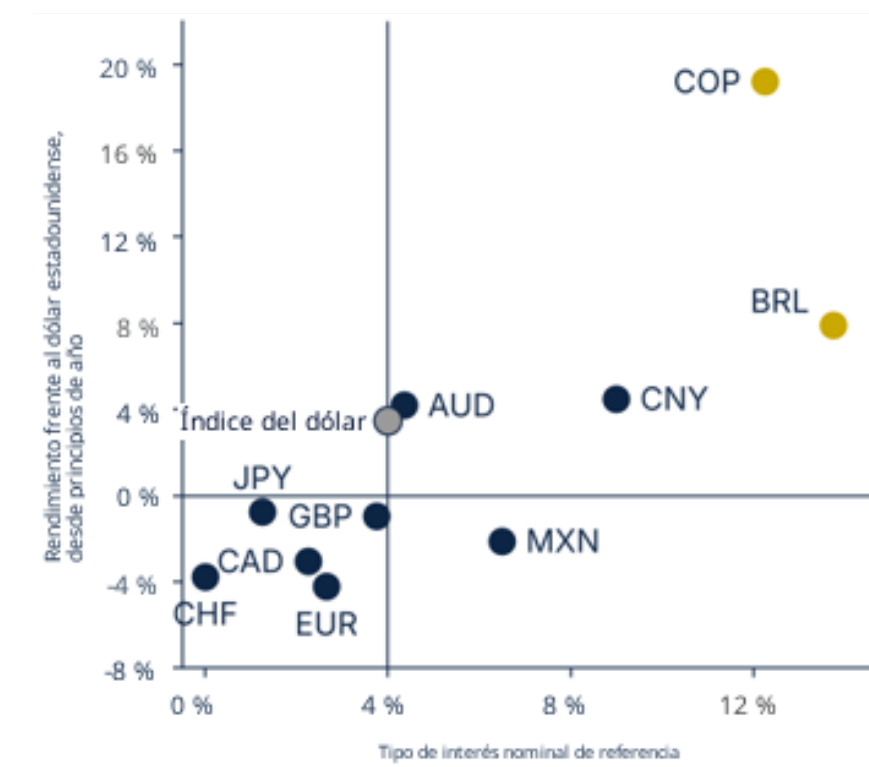


Gráfico 4: Evolución de las divisas y tipos de interés clave

EL TEMA DE LA SEMANA • DIVISAS

— La reciente fortaleza del dólar es engañosa y ilusoria

La reciente subida del dólar resulta, en cierto modo, engañosa y ilusoria. Con los tipos en su nivel más alto en 14 años y ante una posible situación de aversión al riesgo, el dólar solo se ha fortalecido un +3,5 % desde el mínimo del 8 de septiembre. El dólar está ganando terreno frente a las divisas de bajo rendimiento, pero está perdiendo terreno frente a las divisas de alto rendimiento y las vinculadas a las materias primas. Los fundamentos de la moneda estadounidense no son sólidos. Se prevé que el déficit federal alcance los 2,1 billones de dólares este año. Con unos tipos de interés que oscilan entre el 3,5 % y el 5,5 %, los pagos de intereses representarán más del 14 % del gasto de la Administración Trump. **Los operadores de divisas están recobrando poco a poco la cordura. Tras haberse dejado llevar por las subidas de tipos de la Fed, sus posiciones largas en el dólar estadounidense se están reduciendo ahora** (gráfico 5). En nuestra opinión, el repunte del dólar, que la semana pasada volvió a situar al euro en 1,11, es una pausa dentro de una tendencia bajista más que un cambio de tendencia. **Actualmente, observamos que el par EUR/USD se encuentra en sólidos niveles de soporte, representados por la banda de Bollinger inferior mensual, y vemos margen para que el par vuelva hacia la zona de resistencia de 1,24 en los próximos 12 a 15 meses** (gráfico 6).

Aparte de las dos divisas de materias primas de América Latina, el yuan chino también se ha mostrado fuerte en 2026. Una de las razones es que la moneda china se ha desviado de la tendencia prevista entre 2022 y 2025. De hecho, dado que China tuvo una inflación cercana a cero durante este periodo, el CNY debería haber subido alrededor de un +14 % frente al USD... pero, en cambio, cayó un -16 %, ya que Pekín favoreció las exportaciones. La recuperación ha comenzado, con una subida del 4,5 % este año, y un superávit comercial de 806.000 millones de dólares en los primeros ocho meses sugiere que el equilibrio sigue estando lejos. **Nuestro objetivo de paridad de poder adquisitivo se sitúa en 5,60 yuanes por dólar (gráfico 7) y la trayectoria del yuan se ha desviado ahora claramente de la del yen (gráfico 8).**

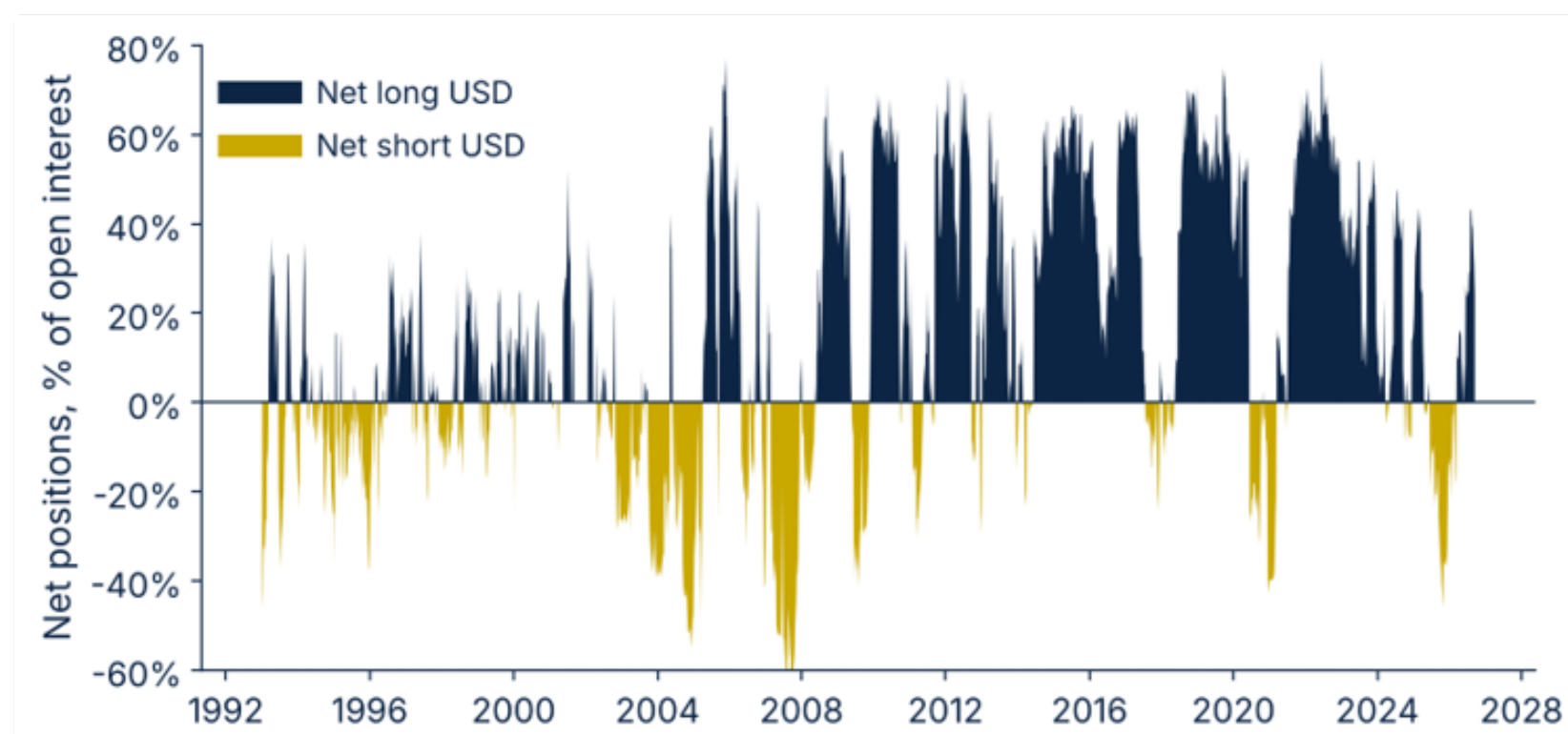


Gráfico 5: Posiciones especulativas de los operadores de divisas sobre el dólar



Gráfico 6: EURUSD (1,1240) / Gráfico mensual

EL TEMA DE LA SEMANA • DIVISAS

— El yen, muy alejado de su valor razonable

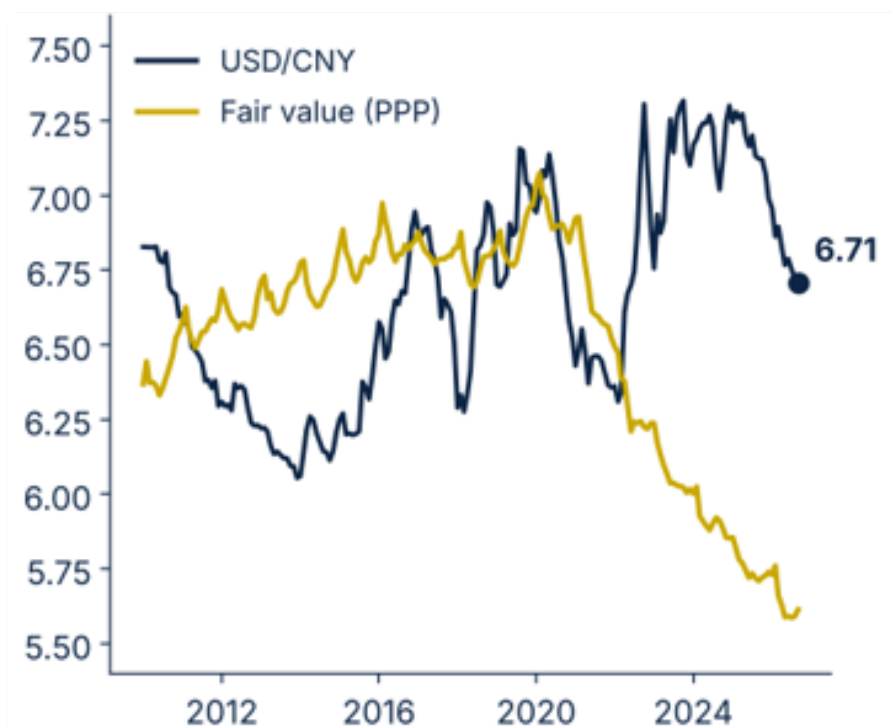


Gráfico 7: USD/CNY y el valor razonable según la paridad del poder adquisitivo

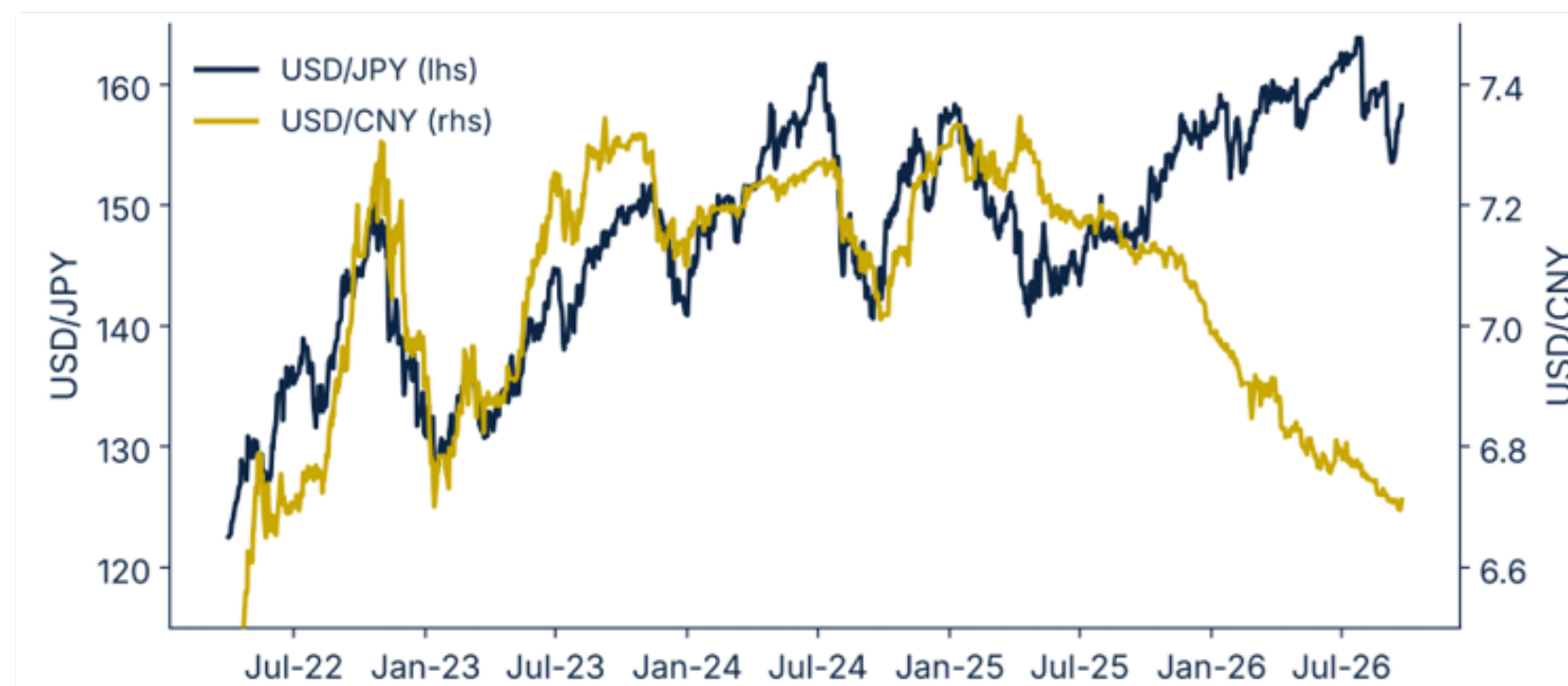


Gráfico 8: Divergencia entre el USD/JPY (izquierda) y el USD/CNY (derecha) desde mediados de 2025

En cuanto al yen, la moneda japonesa se encuentra muy alejada de su valor razonable teórico. La persistente debilidad del yen — con el USD/JPY cotizando a 158, cerca del máximo anual de 163,86 alcanzado en julio— se debe a un amplio y persistente diferencial de tipos de interés entre EE. UU. y Japón. El Banco de Japón, a pesar de haber iniciado un ciclo de normalización gradual, ha mantenido los tipos de interés oficiales muy por debajo de los de la Fed, lo que hace que los activos denominados en yenes sean estructuralmente menos atractivos. Las posiciones especulativas han amplificado este movimiento, y los fondos de cobertura han vuelto a acumular posiciones cortas en yenes por tercera semana consecutiva. Las continuas salidas netas de Japón hacia valores extranjeros merman aún más la demanda de la moneda. La incertidumbre política bajo el mandato de la primera ministra Takaichi, cuyos planes de expansión fiscal suscitan preocupación sobre la trayectoria de la deuda japonesa, añade otra capa de presión. Aunque responsables del Banco de Japón, entre ellos el gobernador Ueda y el miembro del consejo Koeda, han señalado que se avecinan nuevas subidas de tipos, el ritmo sigue siendo cauteloso e insuficiente para cerrar de forma significativa la brecha de tipos y aumenta la incertidumbre sobre el futuro presupuesto y la situación macroeconómica de Japón.

Como mencionamos en nuestros informes anteriores, Japón se encuentra atrapado en una debilidad estructural de su moneda, causada por un deterioro macroeconómico alimentado por el aumento de los tipos de interés. A pesar de la intervención del Banco Central, dudamos de que la moneda se acerque pronto a su nivel de valor razonable. Según la paridad de poder adquisitivo —que ajusta los niveles relativos de precios entre dos países—, la mayoría de las estimaciones sitúan el valor razonable del USD/JPY en el rango de 95-110, lo que refleja el historial de menor inflación de Japón en comparación con EE. UU. durante las últimas décadas. El tipo de cambio implícito en la paridad de poder adquisitivo (PPA) de la OCDE ha apuntado históricamente a un yen significativamente más fuerte que los niveles al contado actuales, lo que sugiere que la moneda está profundamente infravalorada en términos reales en aproximadamente un 30-40 % en los niveles actuales. Sin embargo, la PPA es un punto de referencia a largo plazo, no una señal de negociación a corto plazo; factores estructurales como las salidas de capital de Japón, los bajos tipos de interés y los retos demográficos pueden mantener grandes desviaciones respecto a la PPA durante períodos prolongados.

EL TEMA DE LA SEMANA • DIVISAS

— Los inversores consideran al franco suizo como la nueva divisa del carry trade

Las divisas más débiles de 2026 comparten una característica: son aquellas que los inversores toman prestadas. Desde que el Banco de Japón subió los tipos de interés y Tokio y Washington defendieron conjuntamente el yen, los préstamos en yenes se han vuelto costosos y arriesgados. **Los operadores han recurrido a la única divisa importante que sigue con tipos de interés en cero: siguen siendo vendedores netos de francos, pero ahora son compradores netos de yenes** (gráfico 9). Creemos que utilizar el CHF como divisa para el carry trade sigue siendo arriesgado, ya que la moneda suiza tiende a apreciarse con el tiempo debido a unos sólidos fundamentos. Los inversores pueden, efectivamente, beneficiarse de los bajos tipos de interés, pero se enfrentan a un fuerte riesgo de apreciación de la moneda en el futuro.

El SNB está acompañando la tendencia alcista del CHF más que combatiéndola. Basándonos en la evolución de los depósitos a la vista, estimamos que vendió alrededor de 28.000 millones de CHF en junio y 11.000 millones de CHF en julio, casi diez veces sus compras del primer trimestre, con el fin de evitar una apreciación rápida y vertiginosa de su moneda. **La inflación suiza también ha ido aumentando este año, pero el nivel absoluto sigue siendo muy moderado, situándose en solo el 1,0 % (gráfico 10). Estimamos que el CHF debería mantenerse fuerte y volver a apreciarse frente al USD en los próximos 12 meses... Actualmente en 0,8240 y en una tendencia bajista a largo plazo, el par debería retroceder hacia la zona de 0,75 (gráfico 11).**

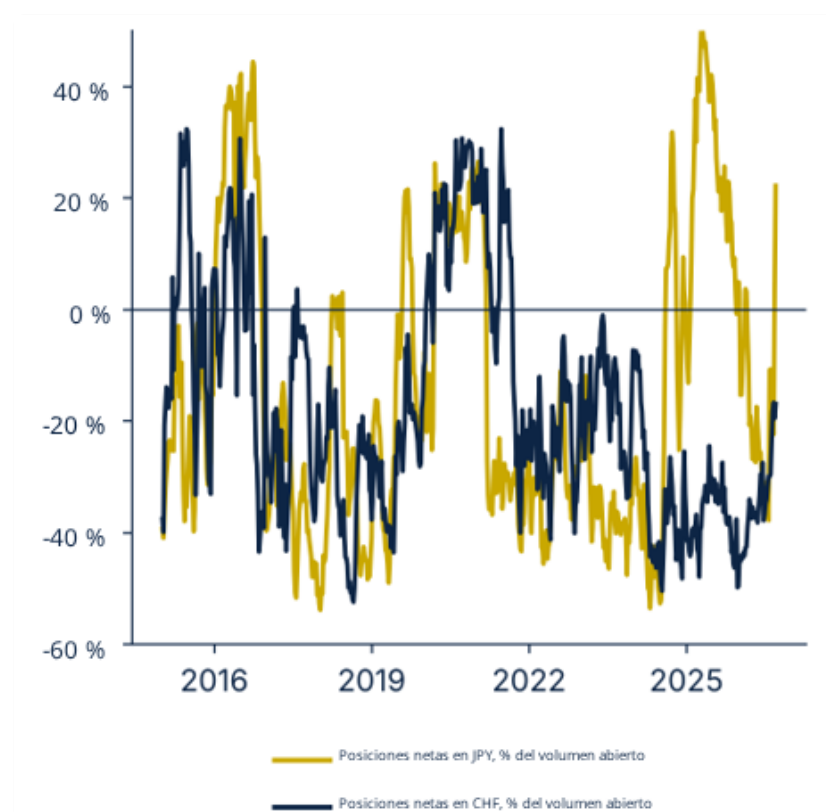


Gráfico 9: Posiciones especulativas en CHF y JPY

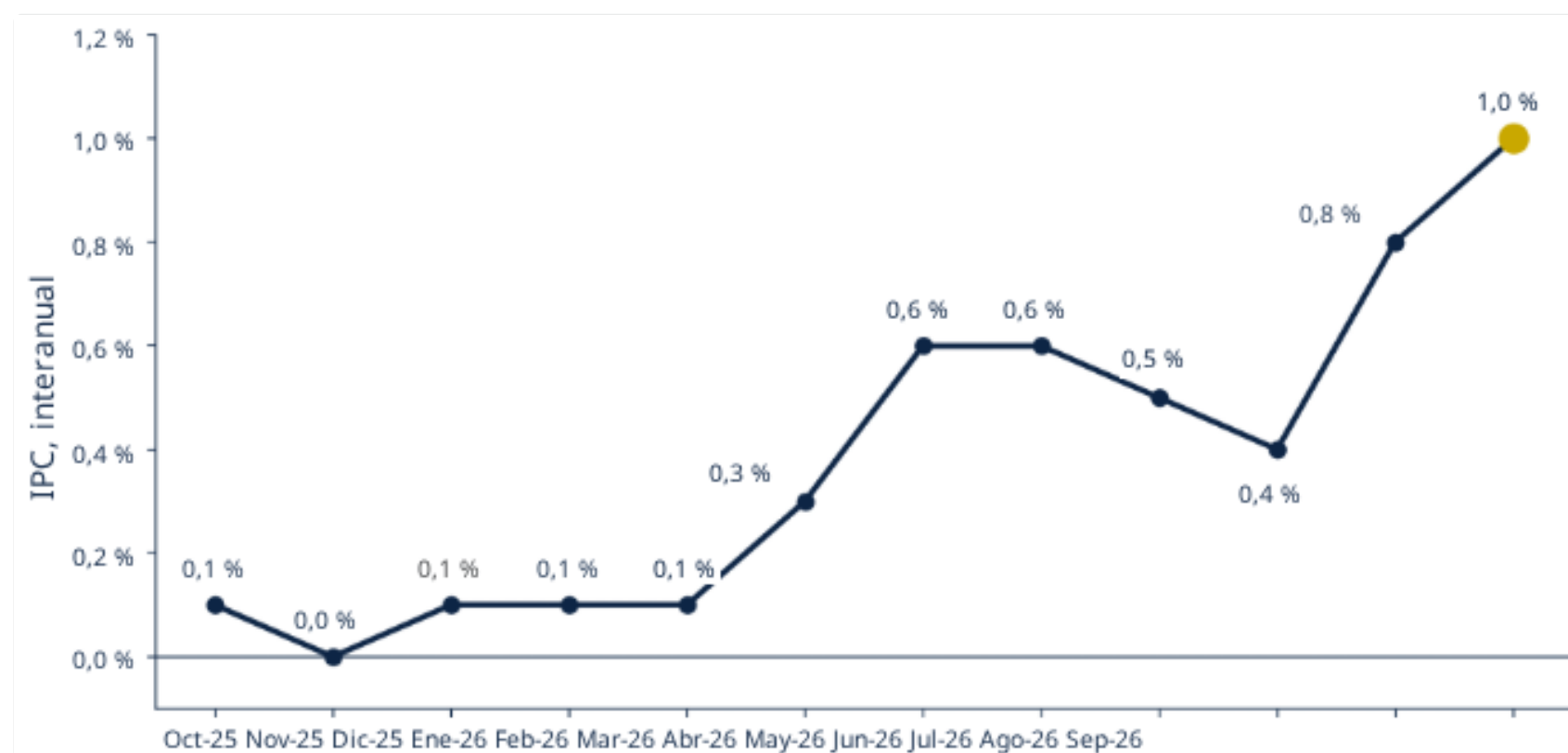


Gráfico 10: Suiza: Índice de precios al consumo

— Conclusión



Gráfico 11: USDCHF (0,82)

La fortaleza del dólar en 2026 es prestada, no ganada. Se sustenta en una cadena que comienza en el estrecho de Ormuz: la restricción del suministro de petróleo eleva los precios de la energía, los precios de la energía elevan las expectativas de inflación y estas obligan a una Reserva Federal de línea dura a seguir subiendo los tipos de interés. Mientras esta cadena se mantenga, el dólar seguirá respaldado a corto plazo, especialmente frente a las divisas de bajo rendimiento y de los países importadores de energía.

Sin embargo, cada eslabón es frágil. Las tensiones en el Golfo no durarán indefinidamente, y cada reapertura parcial del estrecho ya ha provocado una caída del petróleo y del dólar. Al mismo tiempo, la economía estadounidense está perdiendo impulso. El empleo no agrícola solo aumentó en 29.000 puestos en septiembre, frente a las expectativas de 90.000; las cifras de los dos meses anteriores se revisaron a la baja en 60.000; la media de los últimos tres meses se ha ralentizado hasta los 51.000 puestos, y la tasa de desempleo ha subido ligeramente hasta el 4,2 %. Con unos salarios que apenas suben un 3,0 % al año, por debajo de la inflación, los ingresos reales se están viendo reducidos. Una vez que el petróleo se normalice y la creación de empleo se debilite aún más, la Fed perderá su motivo para aplicar una política monetaria restrictiva y, finalmente, tendrá que relajar su política, eliminando así la prima de rendimiento que ha respaldado al dólar.

Por lo tanto, consideramos que el repunte actual es un interludio cíclico dentro de una tendencia bajista a largo plazo y esperamos que el dólar se deprecie en un horizonte de doce a dieciocho meses. Las divisas de alto rendimiento, como el peso colombiano y el real brasileño, deberían seguir beneficiándose de su «carry», aunque con una mayor volatilidad política, mientras que el franco suizo simplemente está a la espera de la señal del Banco Nacional Suizo (SNB) para recuperar la ventaja.

— AVISO LEGAL

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 asumírselos. 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.