

Ajuste de expectativas en el comienzo de 2026*

Bancos centrales y mercados financieros**

- El comienzo de 2026 ha estado marcado por un ajuste de expectativas. La Reserva Federal optó por mantener los tipos sin cambios en enero, después de tres recortes consecutivos a finales de 2025, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) insistió en su posición actual, de mantener tipos, aunque según sus declaraciones, con mayor confianza en el proceso de desinflación.
- Por su parte, los mercados financieros comenzaron el año al alza, pero la volatilidad registrada en enero y febrero ha dejado claro que el entorno de riesgo es hoy más selectivo y frágil.

Estados Unidos: una pausa después de tres rebajas y unas condiciones financieras más benignas

La decisión de enero confirma el paso de una fase de evaluación activa a otra que se puede entender como de vigilancia. En su reunión de finales de enero, la Reserva Federal mantuvo el rango objetivo de los fondos federales en el 3,50 %—3,75 %, después de haberlo bajado 75 puntos básicos entre septiembre y diciembre de 2025. El mensaje vuelve a ser que lo importante son los datos y se depende de ellos, con una inflación que avanza hacia el objetivo y un mercado laboral que muestra señales de moderación.

La Reserva Federal mantuvo los tipos de interés en el rango del 3,50 %—3,75 %, después de haberlos bajado 75 puntos básicos entre septiembre y diciembre de 2025

La tasa de inflación general se ha acercado al 2 %, mientras que la subyacente, aunque continúa a la baja, sigue ligeramente por encima de ese nivel. Los indicadores del cuarto trimestre de 2025 y de las primeras semanas de 2026 apuntan a una desaceleración de la economía, pero no a una contracción. El consumo privado se mantiene fuerte, aunque con mayor incertidumbre, y la inversión empresarial ha perdido dinamismo. En materia de empleo, los datos sugieren un ajuste gradual más que un deterioro brusco.

A comienzos de año, el mercado de deuda descontaba nuevas rebajas de tipos antes de mediados de 2026. Sin embargo, unos datos de creación de empleo en enero mejores de lo esperado y la estabilidad del sector servicios han obligado a revisar las expectativas. La rentabilidad del bono del Tesoro a dos años, que había caído al entorno del 3 % a finales de 2025, repuntó en febrero hasta el 3,5 %—3,6 %, reflejo de una menor urgencia por más estímulos inmediatos.

Más allá del nivel oficial de tipos, el entorno financiero se ha relajado de forma significativa respecto a mediados de 2025. Las valoraciones bursátiles siguen elevadas, las primas de riesgo están contenidas en términos históricos y los tipos hipotecarios han retrocedido desde los máximos de 2024. En la práctica, la política monetaria podría ser más acomodaticia de lo que sugieren los tipos nominales, lo que limita el margen de la Fed para nuevos recortes agresivos de tipos sin correr el riesgo de sobreestimar la economía o reavivar presiones inflacionistas. Solo si los datos macroeconómicos empeoran de forma clara tendría justificación acelerar nuevas bajadas.

Zona del euro: pausa con un mayor sesgo hacia la rebaja de tipos

Es más probable que el próximo movimiento del BCE sea una bajada que una subida, debido a que la inflación se mueve en torno al objetivo del 2 %

El BCE también mantuvo sus tipos en enero, dejando la facilidad de depósito en el 2 %. No obstante, los mensajes que transmiten sus máximos responsables apuntan a que el próximo movimiento será previsiblemente a la baja. La inflación —tanto la general como la subyacente— se mueve en torno al objetivo del 2 %. El crecimiento salarial sigue siendo sólido, aunque con indicios de haber tocado techo, mientras que las condiciones crediticias pesan sobre la inversión.

Los datos de actividad apuntan a un crecimiento débil, pero positivo en la zona del euro. El sector servicios se ha estabilizado y la contracción manufacturera podría estar tocando fondo, especialmente en Alemania. Sin embargo, la consolidación fiscal en varios Estados miembros y los estándares de concesión de crédito, aún exigentes, aconsejan cautela.

Los mercados interpretan que el BCE está preparando el terreno para un posible recorte en el segundo trimestre de 2026, siempre que la inflación se mantenga en torno al objetivo. La divergencia que dominó buena parte de 2025 —recortes por parte de la Fed frente a pausa del BCE— parece reducirse, ahora que la autoridad estadounidense frena y la europea se dirige a una nueva fase de flexibilización.

En el mercado de divisas, el euro se ha movido en un rango relativamente estable frente al dólar (1,16-1,18) en el inicio del año. Las dinámicas cambiarias responden cada vez más a diferencias en expectativas de crecimiento y primas de riesgo político que a los diferenciales de tipos de interés.

Mercados globales: buen comienzo, mayor dispersión y primeras llamadas a la prudencia

Enero comenzó con un fuerte apetito por el riesgo. La renta variable estadounidense prolongó el *rally* de finales de 2025, extendiéndose más allá de las grandes tecnológicas. En Europa, las bolsas también empezaron al alza, favorecidas por la menor volatilidad de los precios energéticos y la expectativa de condiciones financieras más laxas en la segunda mitad del año.

El consenso de “aterrizaje suave con menores rentabilidades” sigue vigente, pero ya no es unidireccional

En febrero, el comportamiento de los activos fue más moderado. La volatilidad repuntó en los mercados de deuda y de renta variable. El consenso de “aterrizaje suave con menores rentabilidades” sigue vigente, pero ya no es unidireccional.

En renta fija, las curvas se inclinaron moderadamente tanto en Estados Unidos como en algunas economías europeas al estabilizarse los tramos largos mientras se ajustaban las expectativas en el corto plazo. El crédito mantiene su solidez, aunque el aumento de emisiones empieza a suscitar dudas sobre la adecuada valoración del riesgo en caso de que el crecimiento se ralentice.

En materias primas, el comportamiento es mixto. La energía se ha mantenido contenida pese a las tensiones geopolíticas, mientras que los metales preciosos siguen respaldados por la demanda de cobertura de carteras y las compras de bancos centrales. El dólar, tras debilitarse a finales de 2025, se ha estabilizado ante la revisión a la baja de las expectativas de recortes rápidos por parte de la Fed.

En conjunto, el mercado parece estar transitando desde un optimismo impulsado por la liquidez hacia una fase más sensible a los beneficios empresariales y los datos macroeconómicos. La rotación sectorial se ha intensificado, con preferencia por compañías con balances sólidos y perfiles defensivos frente a activos de crecimiento más expuestos a los tipos.

Un equilibrio frágil y en evolución

El comienzo de 2026 apunta más a un ajuste de expectativas que a una transformación profunda del entorno económico o financiero. La inflación ha dejado de ser la principal amenaza, pero aún no está completamente superada. El crecimiento se modera, aunque el riesgo de recesión es limitado. Los bancos centrales pasan de ajustes agresivos a una actitud de prudencia y vigilancia.

Para la Reserva Federal, el desafío es no flexibilizar en exceso en un contexto de condiciones financieras todavía sólidas. Para el BCE, cualquier recorte deberá reforzar —y no erosionar— su credibilidad en materia de estabilidad de precios y disciplina fiscal.

Los mercados continúan descontando un escenario positivo —desinflación gradual, crecimiento moderado y recortes progresivos—, pero ese equilibrio es vulnerable a shocks de confianza derivados de la geopolítica, tensiones fiscales o episodios de estrés crediticio.

La cuestión ya no es si el ciclo de endurecimiento ha terminado, sino si los bancos centrales pueden gestionar la normalización sin complacencia, en un entorno donde credibilidad monetaria, estabilidad financiera y fragmentación geopolítica siguen estrechamente interconectadas.

La cuestión ya no es si el ciclo de endurecimiento ha terminado, sino si los bancos centrales pueden gestionar la normalización sin complacencia

Notas

* Este artículo es una versión abreviada del original en inglés. Para consultar la versión completa, véase *Early-2026 Recalibration*, disponible en este enlace: <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2026/03/1.-Early-2026-Recalibration.pdf>

** Conviene señalar que este artículo fue redactado antes de la escalada del conflicto en Irán. Cualquier interrupción derivada en los mercados de materias primas, en particular del petróleo, podría introducir riesgos adicionales al alza para la inflación, con posibles implicaciones para la trayectoria de la política monetaria tanto de la Fed como del BCE.