

JULIO 2026

RESILIENCIA EN TIEMPOS DE INCERTIDUMBRE: LOS MERCADOS PRIVADOS EN EL SEGUNDO SEMESTRE DE 2026

Jeff Miller

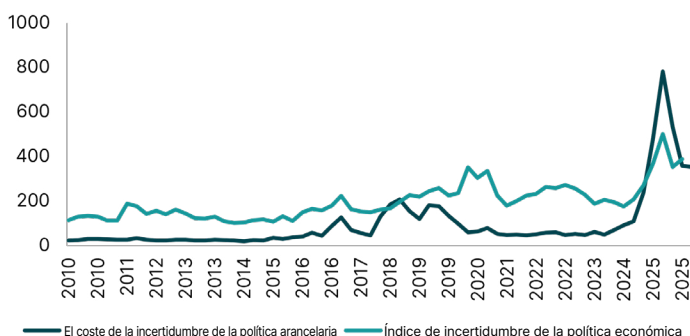
Director de Inversiones



El mundo se encuentra en medio de lo que podría ser una evolución que marque una época. Las oportunidades que ofrece la IA son increíblemente prometedoras, pero llegan en un momento de mayor fragilidad en varias fuerzas económicas de mayor calado. Estamos atravesando un periodo en el que cada año parece traer consigo una nueva serie de acontecimientos macroeconómicos y geopolíticos significativos, lo que configura un entorno complejo para los inversores. Estos acontecimientos se están produciendo con una frecuencia cada vez mayor y creemos que ello se debe a la confluencia de varias fuerzas estructurales de gran calado, entre ellas la transformación del panorama geopolítico, un cambio tecnológico de enorme alcance, un entorno político cada vez más polarizado y unos niveles de apalancamiento más elevados en el sistema. Aun así, el crecimiento económico resiste y la evolución de los mercados de renta variable cotizada ha sido sólida. Creemos que esta dicotomía puede explicarse por el crecimiento y el gasto relacionados con la IA, así como por el volumen de apoyo monetario y fiscal en juego.

El contexto económico a mediados de 2026 es verdaderamente excepcional. Estamos asistiendo a una transformación tan profunda de la geopolítica que algunos la han descrito como el fin del orden surgido tras la Segunda Guerra Mundial: se refleja en las tensiones comerciales y los aranceles, en dos conflictos militares distintos y en las perturbaciones de la oferta derivadas de ellos. En algunos ámbitos, la política presenta niveles de polarización sin precedentes, mientras que el crecimiento del gasto público y de la deuda parece inexorable. Además, aunque la IA representa claramente una oportunidad importante y prometedor, también representa un riesgo para ciertos segmentos sectoriales y colectivos laborales. Mientras sigan presentes estas cuestiones de mayor calado, cabe esperar más volatilidad, mayores niveles de incertidumbre y una confianza de los consumidores más débil.

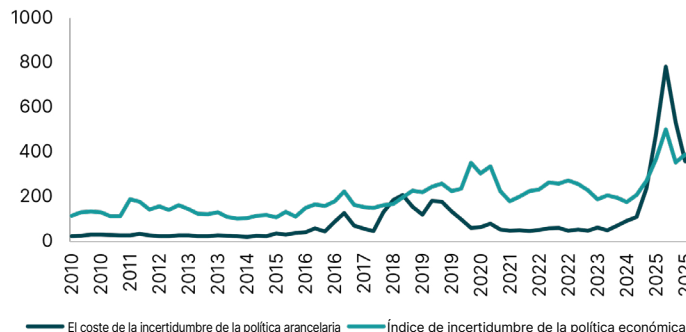
Incertidumbre mundial



Fuente: Baker et al. a través de la Reserva Federal de San Luis, Caldara et al.

En Estados Unidos, la confianza del consumidor ya ha caído a su nivel registrado más bajo desde que comenzó la encuesta de la Universidad de Michigan en 1952.

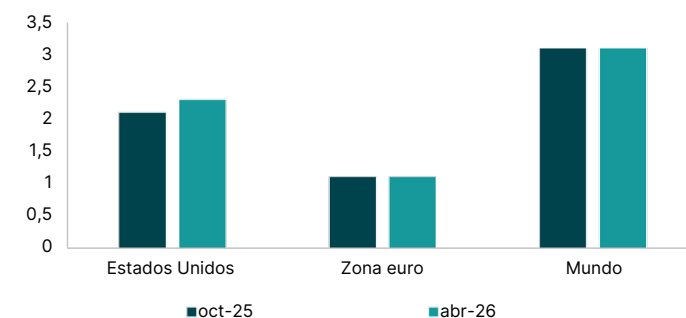
Indicadores de confianza del consumidor (puntuación Z)



Fuente: Universidad de Michigan, OCDE vía Fed de San Luis, puntuaciones z calculadas desde 1980 y 1990 en el caso de China

Sin embargo, y pese a este contexto volátil e incierto, el crecimiento mundial ha mostrado una resiliencia real y las previsiones del PIB se han mantenido sin cambios.

Previsiones de crecimiento del PIB para 2026 del FMI, %



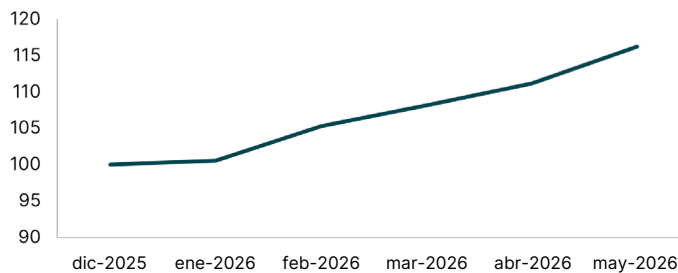
Fuente: FMI



Los beneficios empresariales también se han mantenido sólidos en EE. UU., con unas previsiones de beneficios a 12 meses vista que, de hecho, se están acelerando.

Del mismo modo, la evolución de los mercados cotizados ha sido muy sólida en muchas regiones, especialmente en el S&P 500, donde las valoraciones se sitúan ya cerca de máximos históricos.

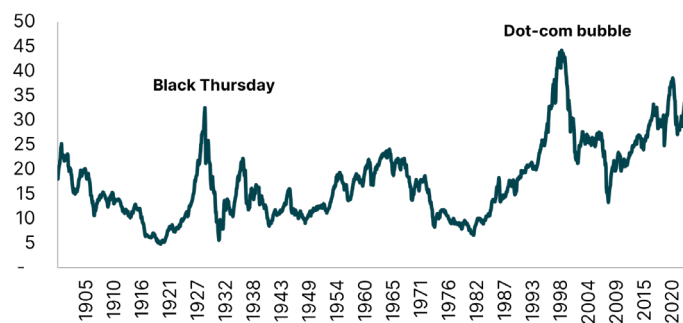
BPA previsto a 12 meses del S&P 500 Expectativas de consenso, dic. 25=100



Fuente: Bloomberg

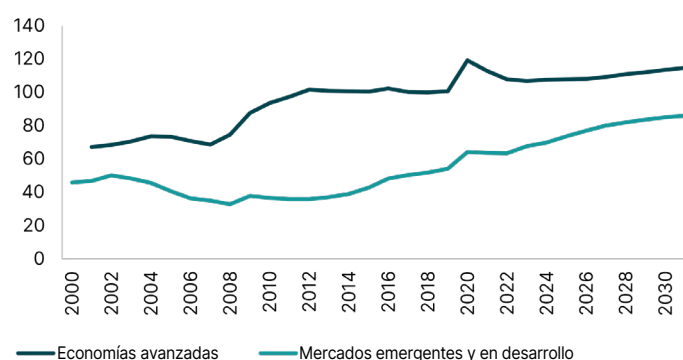
¿Por qué, pese a tantos acontecimientos importantes y transformadores en todo el mundo, no se ha producido un mayor impacto en nuestros mercados y economías? En parte, la resiliencia de los mercados se ha visto respaldada por el significativo nivel de liquidez que existe actualmente en el sistema. La deuda pública en porcentaje del PIB supera ya ampliamente el 100 % en las economías avanzadas, y los mercados emergentes van camino de alcanzar esos niveles.

Ratio precio-beneficio ajustado cíclicamente

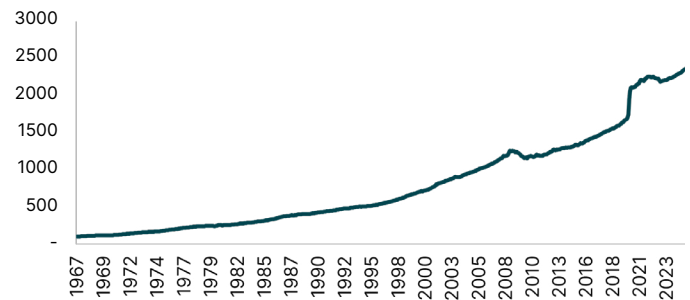


Fuente: Bloomberg

Deuda pública sobre el PIB, %



Oferta monetaria amplia de EE. UU., Divisia M4, enero de 1967=100



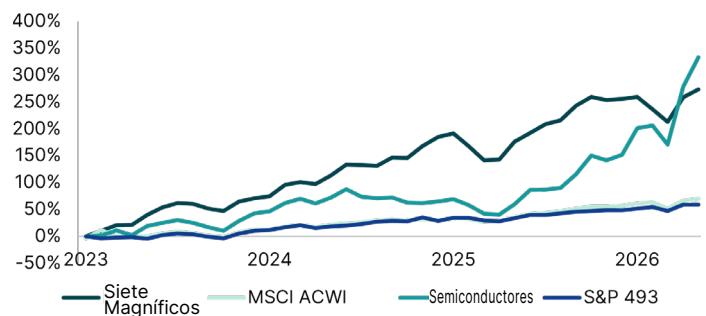
Fuente: FMI; Center for Financial Stability

Muchos economistas consideran que el elevado nivel de estímulos monetarios y fiscales se está trasladando a los beneficios empresariales, que siguen siendo altos en términos históricos; una dinámica que, al mismo tiempo, respalda las valoraciones de mercado y dificulta la resolución del problema de la inflación.

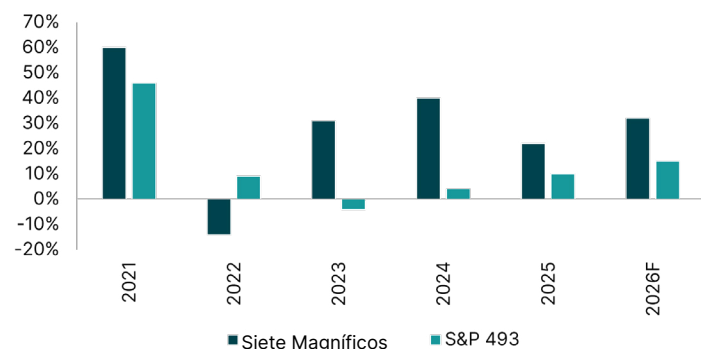
El riesgo – y la oportunidad – de la IA

No obstante, esta resiliencia económica más amplia también se ha visto impulsada por la fortaleza de la temática de inversión en IA. En concreto, en los mercados cotizados hemos observado una sólida evolución de los valores tecnológicos de los “Siete Magníficos” y de las empresas de semiconductores, que han actuado como verdadero motor del mercado, mientras que el auge de la productividad asociado a la IA ha contribuido a compensar unos beneficios más débiles en el resto del S&P 500.

Rendimiento del índice bursátil desde 2023



Crecimiento de los beneficios, porcentaje de variación interanual



Fuente: LSEG para el índice MSCI ACWI, el índice MerQube MAG7 Equal-Weighted e iShares MSCI Global ETF, el índice Bloomberg S&P 500 ex Magnificent 7

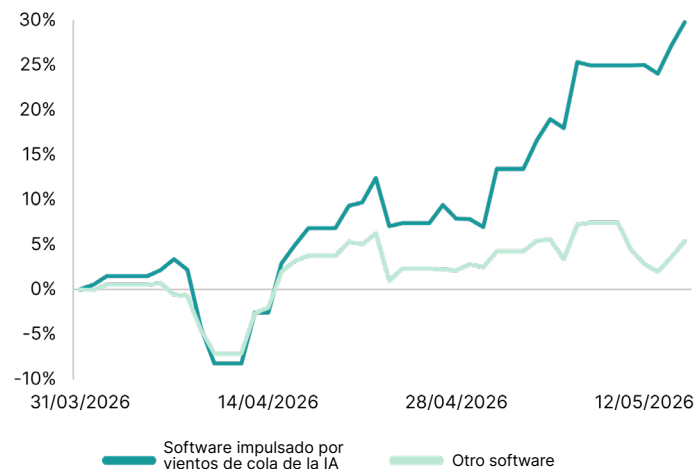
El primer semestre de 2026 vino acompañado de numerosos titulares pesimistas sobre el riesgo para el software y la IA, con la oleada de ventas de 48 horas del denominado “SaaSapocalipsis” de febrero, que eliminó alrededor de 285 000 millones de dólares de las valoraciones del software como servicio. Sin embargo, al cierre del primer semestre empieza a quedar claro que las empresas con los atributos adecuados, aquellas que cuentan con una fuerte consolidación de su base de clientes y una sólida capacidad para gestionar los datos de sus clientes, podrían estar bien posicionadas para salir ganando en este entorno. Estas son las empresas que podrían tener la oportunidad de utilizar la IA para reforzar la relación con sus clientes y abrir nuevas fuentes de ingresos dentro de sus propias bases de clientes. De hecho, las empresas de SaaS ya están comprando, desarrollando e integrando herramientas de IA para ampliar sus capacidades.

Evolución de la renta variable cotizada

Evolución en el 1T de 2026



2T de 2026 (hasta la fecha)

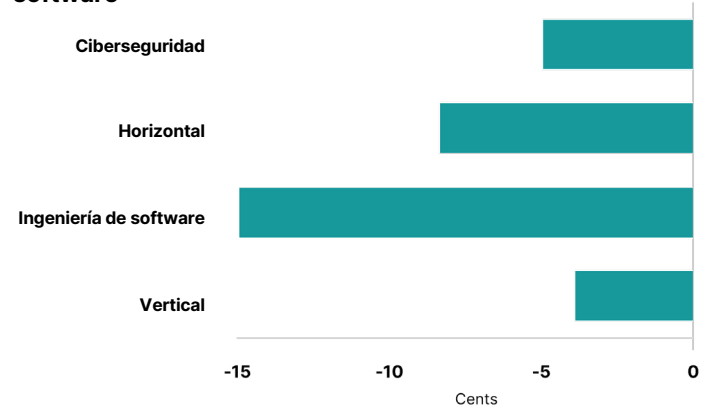


Fuente: CapIQ. Nota: refleja la variación entre el 20 de enero y el 23 de abril

Sin embargo, las empresas que no cuentan con los mejores atributos sí están sometidas a una presión real, y esta dinámica está generando una marcada dispersión en el mercado. Actualmente nos encontramos en pleno proceso de selección, que está separando a los ganadores de los perdedores. Pero lo que está claro es que, aunque el desenlace para las empresas de software no será tan negativo como se temía inicialmente, las perspectivas para el conjunto del software nunca volverán a ser tan favorables como lo fueron en su momento.

Evolución de la deuda pública

Variación de precios de préstamos por tipo de empresa de software



Fuentes: Análisis del WSJ (clasificación empresarial); S&P Global Price Viewer (variaciones de precio)

Sea cual sea la evolución de las empresas de software, está claro que está surgiendo una enorme oportunidad en torno al desarrollo de infraestructuras de IA. El gasto mundial en infraestructuras relacionadas con la IA podría alcanzar los 2,6 billones de dólares en 2026¹, y se prevé que el desarrollo de centros de datos de IA requiera casi 7 billones de dólares de aquí a 2030².

Estas cifras, por supuesto, sugieren que el tamaño de la oportunidad es extraordinario. Pero conviene recordar que muchos de los grandes cambios tecnológicos que hemos visto en el pasado han venido acompañados, en algún momento del ciclo, de un gasto excesivo, un sobredimensionamiento de la capacidad y una sobrevaloración. Es algo que ya se observó con el desarrollo de los ferrocarriles en Reino Unido, la corrección del sector de las telecomunicaciones e incluso durante la expansión de internet a finales de la década de 1990 y principios de la de 2000: todos estos procesos trajeron consigo un crecimiento significativo de las valoraciones, seguido posteriormente de una corrección.

Con economistas señalando que el gasto actual en el desarrollo de infraestructuras de IA ya contribuye en torno al 1 % al crecimiento real del PIB estadounidense³, se trata claramente de una cuestión con un enorme impacto en nuestras perspectivas económicas, así como en las valoraciones y la evolución de los mercados cotizados.

¹ Fuente: Gartner, Forecast: AI Spending, Worldwide, 2025–2030, 1T de 2026

² Fuente: McKinsey, The cost of compute, abril de 2025

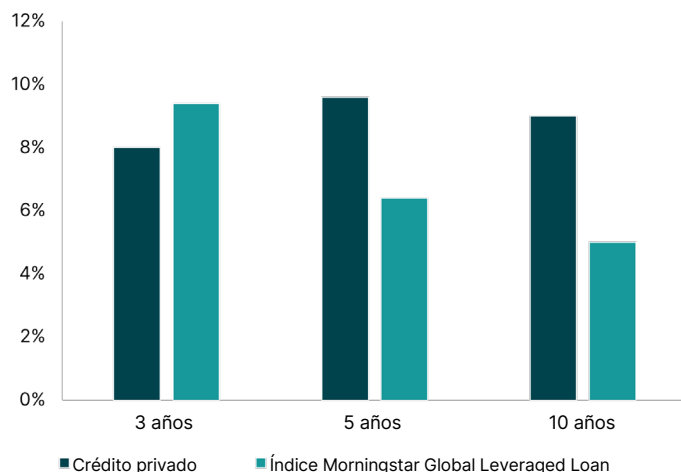
³ Fuente: Dean Baker, CEPR, First Quarter GDP 2026, abril de 2026



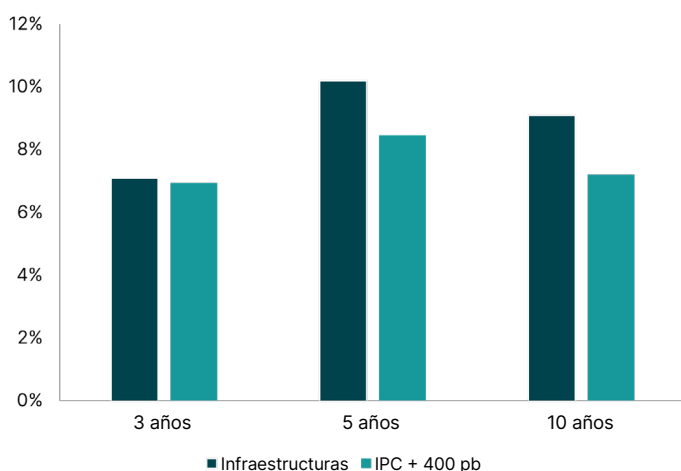
Los mercados privados se mantienen fuertes

En los mercados privados, a medio y largo plazo, las rentabilidades siguen siendo sólidas en comparación con sus índices equivalentes de mercados cotizados, en particular en crédito e infraestructuras.

Crédito privado



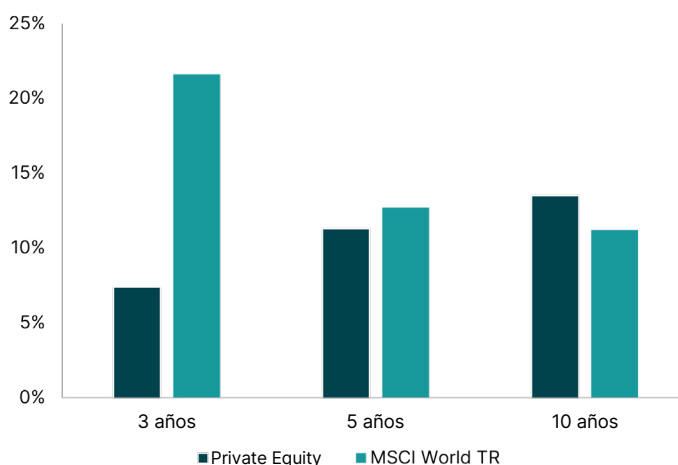
Infraestructuras



Fuente: Preqin, datos a 31 de diciembre de 2025. Los horizontes superiores a un año están anualizados. Los índices cotizados utilizan el cálculo PME de Preqin. No es posible invertir directamente en un índice. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Los resultados futuros no están garantizados, y puede producirse una pérdida del capital invertido.

En private equity, la comparación con los mercados cotizados resulta más exigente, en parte por la fortaleza de la evolución de estos últimos, pero también por unas rentabilidades más moderadas en capital inversión en los últimos tiempos. Este problema ha sido más acusado en Estados Unidos que en Europa, pero la combinación de precios de adquisición más elevados y subidas de los tipos de interés durante el último lustro se ha traducido en una compresión de múltiplos en las carteras y en una menor actividad de desinversión.

Private equity



Fuente: Preqin, datos a 31 de diciembre de 2025. Los horizontes superiores a un año están anualizados. Los índices cotizados utilizan el cálculo PME de Preqin. No es posible invertir directamente en un índice. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Los resultados futuros no están garantizados, y puede producirse una pérdida del capital invertido.

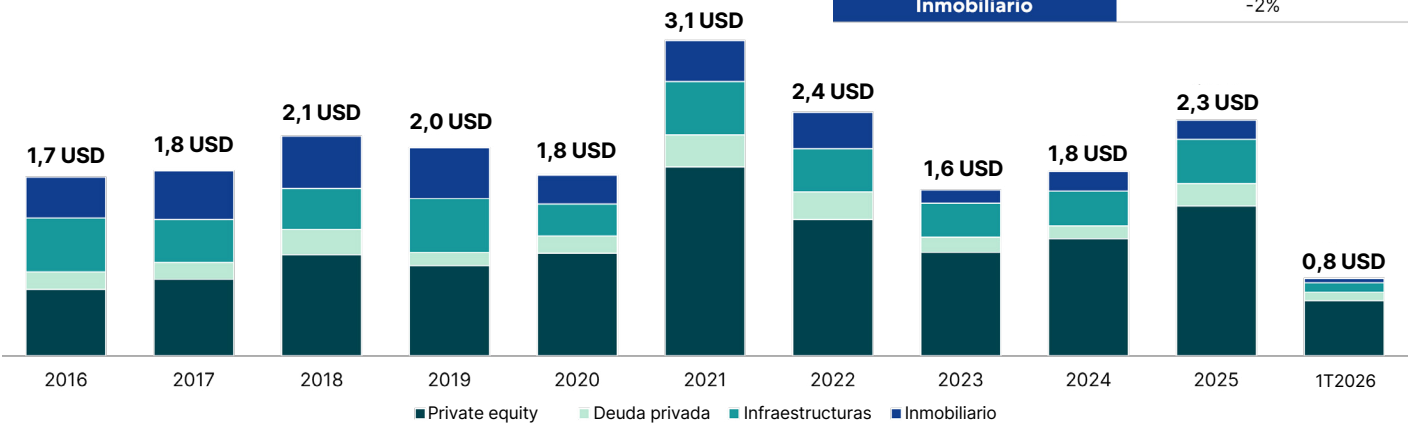
Aunque hemos observado un sólido comportamiento operativo en nuestras carteras de private equity, esto no se está traduciendo en un crecimiento de las valoraciones de las carteras en el conjunto de los mercados. No obstante, la discrepancia de comportamiento entre los mercados privados y cotizados debería favorecer cierta mejora en los mercados de private equity: de hecho, ya hemos observado algunas mejoras secuenciales en el crecimiento del valor liquidativo en nuestras carteras.

Aumentan los volúmenes

Al cierre del primer semestre de 2025, señalamos que cualquier avance en la claridad sobre los aranceles podría traducirse en una recuperación de los volúmenes, y eso fue exactamente lo que ocurrió. En conjunto, los volúmenes de los mercados privados aumentaron alrededor de un 30 % el año pasado, impulsados por el repunte de la actividad en el segundo semestre, y 2026 ha comenzado con fuerza.



Actividad de operaciones en mercados privados (billones de dólares)



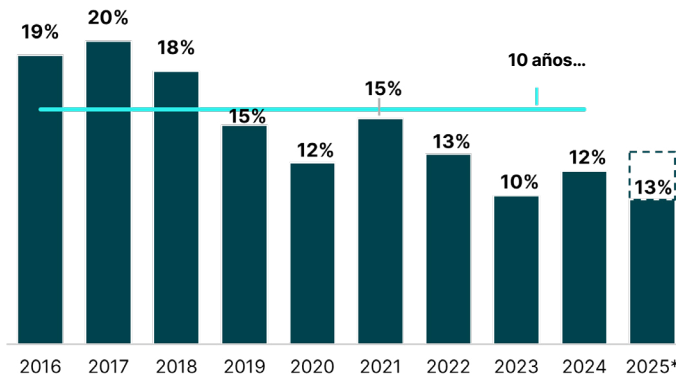
Fuente: Preqin Pro, datos a mayo de 2026. El private equity incluye inversiones de capital riesgo y las siguientes inversiones de capital inversión: adquisiciones/adquisiciones apalancadas, adquisiciones complementarias y fusiones, escisiones corporativas y PIPE. Se excluyen las operaciones de X.Corp de 2025 y de X.AI y WarnerBros de 2026. No existe garantía de que estas tendencias vayan a continuar.

En 2025, los volúmenes de private equity alcanzaron el segundo mayor nivel anual de operaciones registrado, impulsados en buena medida por la compra apalancada de Electronic Arts, la empresa de videojuegos, por 57 000 millones de dólares.

En private equity, los volúmenes mundiales aumentaron alrededor de un 70 %, impulsados por el incremento de los volúmenes de capital inversión, la recuperación de la actividad de refinanciación y las financiaciones destinadas a respaldar el desarrollo de infraestructuras de IA. La demanda de IA e infraestructuras digitales también respaldó el crecimiento del 30 % en los volúmenes de infraestructuras, junto con el mayor crecimiento de las renovables y el aumento del tamaño de las operaciones.

El panorama de las desinversiones y distribuciones sigue mejorando, aunque de forma moderada, con unas tasas de distribución que aún se sitúan por debajo de sus niveles históricos.

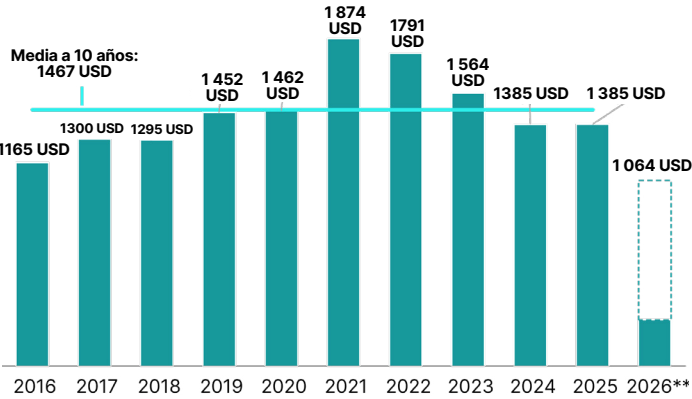
Las tasas de distribución del capital privado mundial, como porcentaje del valor liquidativo, han mostrado una mejora moderada.



Fuente: Preqin datos a 21 de abril de 2026. *La barra coloreada representa el periodo 1T-3T de 2025; la barra de puntos representa 2025 anualizado.

Aunque la tasa de distribución del 13 % prevista para el conjunto de 2025 supone una mejora respecto a 2024, todavía estamos lejos de la media a 10 años del 16 %. Nunca esperamos una rápida vuelta a una tasa de desinversiones más normalizada, y sigue existiendo un importante volumen acumulado de compañías maduras pendientes de salida. La persistencia de una tasa de distribución inferior a lo habitual está teniendo un efecto moderador sobre la captación de fondos.

Capital privado captado a escala mundial (miles de millones de dólares)



Fuente: Preqin datos a 21 de abril de 2026.

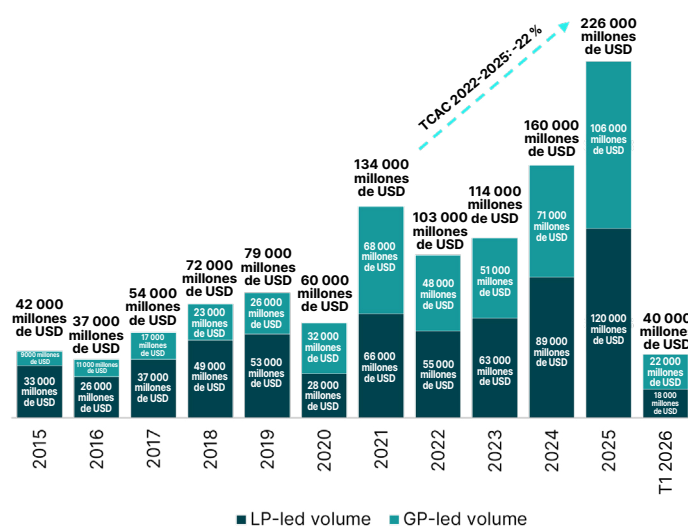
En conjunto, la captación de fondos en 2025 se mantuvo estable respecto al año anterior, pero la captación en infraestructuras destacó de forma clara. La captación de fondos en este mercado aumentó más de un 50 % respecto a 2024, lo que convirtió al ejercicio en el mejor año registrado, debido en parte al desplazamiento de los inversores hacia la estabilidad a largo plazo que ofrece la clase de activo de infraestructuras en periodos de volatilidad, así como a la infraponderación de los inversores en infraestructuras.



Aunque las cifras de captación de fondos en private equity y crédito privado descendieron en 2025, el lado positivo es que estamos reduciendo progresivamente el volumen de capital disponible no invertido, lo que genera un mejor equilibrio en el mercado entre la oferta de capital y el ritmo de generación de operaciones.

El persistente desafío de liquidez ha impulsado un aumento de la actividad en el mercado secundario, y 2025 volvió a marcar un año récord en volúmenes.

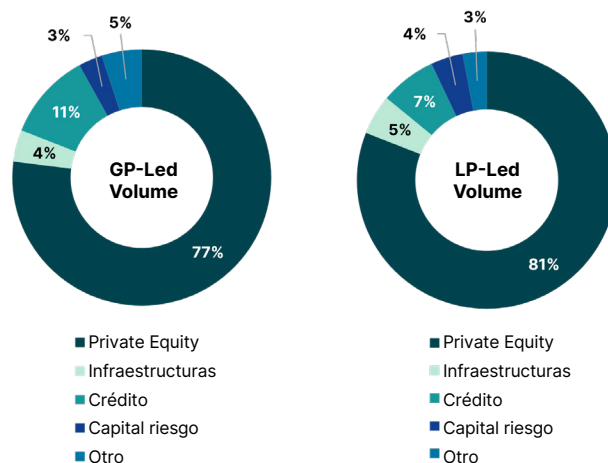
Volumen de operaciones del mercado secundario (miles de millones de dólares)



Fuente: Evercore, enero de 2026, "2025 Secondary Market Highlights"; PJT Partners, Q1 2026 Secondary Market Insights, para los datos del 1T de 2026.

En 2025 se completaron operaciones secundarias por valor de 226 000 millones de dólares a escala mundial, un 41 % más que el récord anterior, alcanzado el año previo. Alrededor del 52 % de los vendedores que recurrieron al mercado secundario en 2025 lo hicieron por primera vez, y se registraron niveles récord de ventas de carteras de LP, que aumentaron alrededor de un tercio interanual, y de operaciones lideradas por socios gestores, que crecieron alrededor de un 50 %. Estamos firmemente convencidos de que las operaciones lideradas por socios gestores han llegado para quedarse y de que, en algún momento, el volumen de estas transacciones podría superar al de las ventas de carteras de LP.

Volumen de operaciones del mercado secundario en 2025 por estrategia



Fuente: William Blair, marzo de 2025, "2025 Secondary Market Report". PitchBook, noviembre de 2025, "2029 Private Market Horizons". Incremento estimado del volumen según Lazard, enero de 2026, 2025 M&A Review and 2026 Outlook.

La actual demanda de liquidez generará verdaderas oportunidades de inversión en secundarios a corto plazo, aunque las señales mixtas que siguen observándose en los mercados exigirán una gestión cuidadosa.



INFORMACIÓN IMPORTANTE

Esta publicación se ha publicado únicamente con fines ilustrativos, educativos o de debate. No constituye análisis independiente y, bajo ninguna circunstancia, esta publicación ni la información contenida en ella deberán utilizarse ni considerarse como una oferta, incentivo, invitación, solicitud o recomendación para comprar o vender ningún valor, instrumento financiero o servicio, ni para seguir ningún producto o estrategia de inversión, ni para participar de cualquier otro modo en actividad de inversión alguna, ni como expresión de una opinión sobre el valor o precio presente o futuro de ningún valor o instrumento financiero. Nada de lo contenido en esta publicación tiene por objeto constituir asesoramiento legal, fiscal, sobre valores o de inversión.

Esta publicación puede incluir “declaraciones prospectivas”. Todas las proyecciones, previsiones o declaraciones relacionadas, así como las expresiones de opinión, son declaraciones prospectivas. Aunque Pantheon considera que las expectativas reflejadas en dichas declaraciones prospectivas son razonables, no puede ofrecer garantía alguna de que tales expectativas vayan a resultar correctas, y dichas declaraciones prospectivas no deben considerarse una garantía, predicción o declaración definitiva de hechos o probabilidades.

Pantheon ha adoptado medidas razonables para garantizar que la información contenida en este documento sea exacta en la fecha de publicación. No obstante, Pantheon no otorga garantía alguna, expresa o implícita, sobre la exactitud de la información contenida en este documento y, en la medida permitida por la legislación aplicable, Pantheon rechaza expresamente toda responsabilidad por errores, inexactitudes u omisiones en este documento, así como por cualquier pérdida o daño derivado de su uso. Salvo que se indique lo contrario, las opiniones expresadas en el presente documento son vigentes a la fecha del mismo y están sujetas a cambios en cualquier momento. A menos que se indique lo contrario, todas las opiniones aquí expresadas representan la opinión de Pantheon.

Este documento es distribuido por Pantheon, que está integrado por entidades operativas con sede principalmente en San Francisco, Nueva York, Londres, Dublín, Singapur y Tokio. Pantheon Ventures Inc. y Pantheon Ventures (US) LP están registradas como asesores de inversión ante la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos, U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”), y Pantheon Securities LLC está registrada como broker-dealer de objeto limitado ante la SEC y es miembro de la Financial Industry Regulatory Authority (“FINRA”) y de la Securities Investor Protection Corporation (“SIPC”). Pantheon Ventures (UK) LLP está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority (“FCA”) en el Reino Unido. Pantheon Ventures (Ireland) DAC está regulada por el Banco Central de Irlanda (“CBI”). Pantheon Ventures (Singapur) Pte. Ltd cuenta con una licencia de servicios de mercados de capitales otorgada por la Autoridad Monetaria de Singapur (“MAS”), para llevar a cabo actividades de gestión de fondos con inversores acreditados e institucionales.

Los registros y afiliaciones descritos anteriormente no implican en modo alguno que la SEC, FINRA, SIPC, FCA, CBI o MAS hayan respaldado a ninguna de las entidades mencionadas, sus productos o servicios, ni este material.

Todos los materiales publicados en el Sitio están protegidos por derechos de autor y son propiedad de Pantheon, o están controlados por este en calidad de proveedor de dichos materiales. Si descarga información o software de este Sitio, acepta no copiar dicha información o software sin el consentimiento previo por escrito de Pantheon, ni eliminar u ocultar ningún aviso o mención de derechos de autor u otros avisos o leyendas incluidos en dicha información.

Copyright © Pantheon 2026. Todos los derechos reservados.