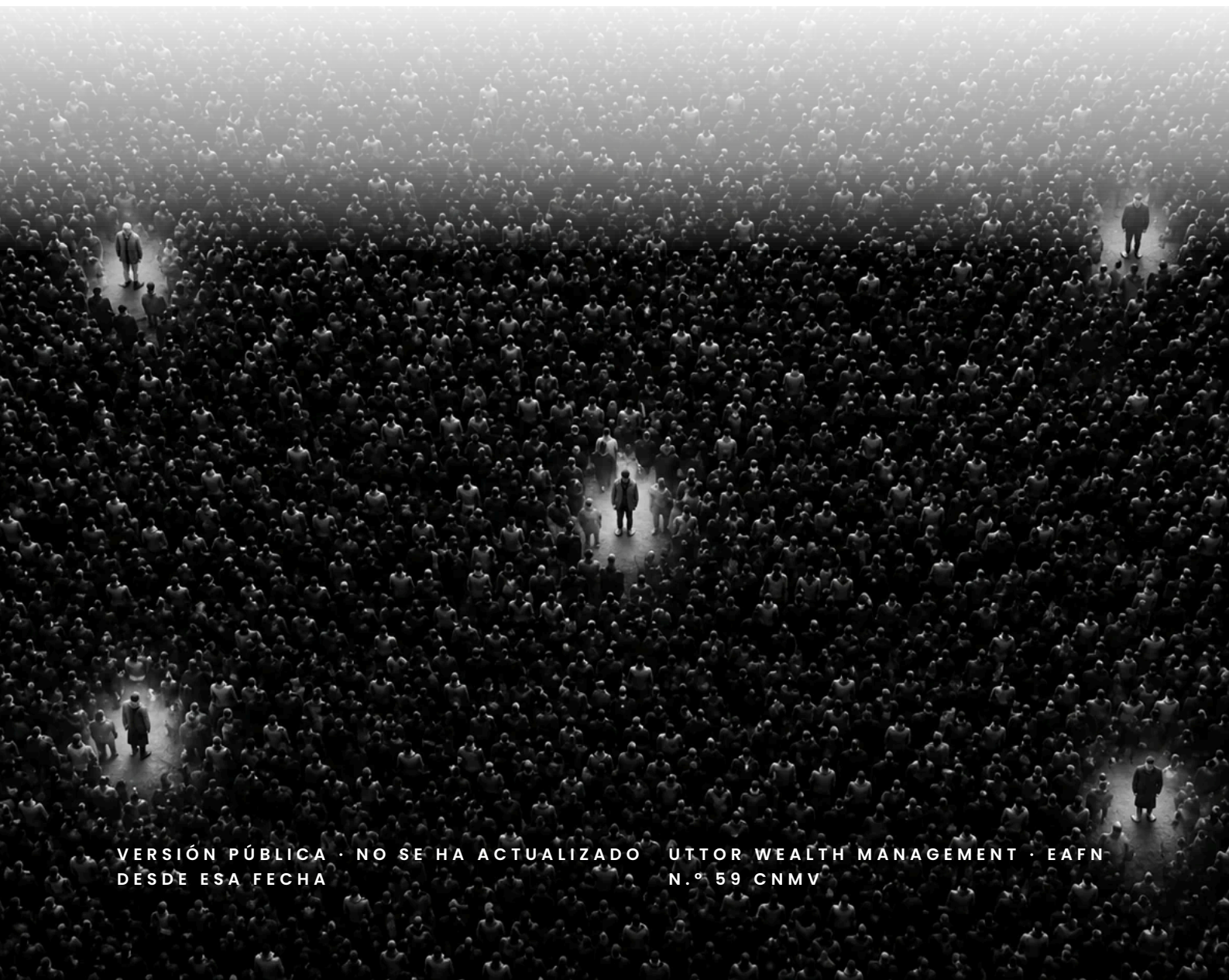


HOUSE VIEW

INFORME TRIMESTRAL DE LA CASA · N.º 1 · MITAD DE 2026 · DATOS A
CIERRE DE 30 DE JUNIO DE 2026

La multitud y los pocos



VERSIÓN PÚBLICA · NO SE HA ACTUALIZADO
DESDE ESA FECHA

UTTOR WEALTH MANAGEMENT · EAFN
N.º 59 CNMV



Carta del fundador.

Cómo vemos el semestre, en primera persona y sin intermediarios.

Cerramos el primer semestre de 2026 con dos convicciones firmes y una cautela que no queremos esconderle. Las convicciones son que el dinero seguirá caro durante bastante más tiempo del que el mercado daba por descontado hace unos meses y que el índice que casi todos compran se ha ido convirtiendo sin hacer ruido en una **apuesta concentrada** en un puñado de compañías, casi sin que nadie lo decidiera. La cautela es que buena parte de la calma actual se sostiene sobre una tregua geopolítica que sigue siendo reversible y puede romperse antes de lo que a nadie le gustaría.

Por eso este primer número se titula **La multitud y los pocos**, y no por hacer un juego de palabras sino porque describe con bastante fidelidad la forma que tiene el mercado hoy: unos pocos nombres deciden por el conjunto mientras la multitud de empresas y de inversores corre una y otra vez hacia los mismos sitios. En un entorno así, diversificar de verdad vuelve a significar lo que siempre significó, que es repartir el peso con criterio y no seguir a la multitud precisamente hacia los pocos que ya lo concentran todo.

Si me pregunta cómo veo los mercados a mitad de año se lo cuento igual que se lo contaría en una reunión y sin tecnicismos: el mercado ha subido con fuerza pero ha subido estrecho, sostenido por muy pocos valores. La bolsa está en máximos, la volatilidad en mínimos y el dinero ha vuelto a tener precio, y esa combinación pide respeto en lugar de euforia. No nos saca del mercado pero sí nos vuelve más exigentes con lo que se compra y con el precio que se paga por estar dentro. La prudencia ha tenido un coste este trimestre y lo hemos asumido a propósito: el oro, nuestra cobertura, ha restado, y no perseguir los máximos también, porque preferimos llegar con munición al momento en que el precio mejore aunque eso obligue a renunciar al último tramo de la subida.

En las páginas que siguen encontrará cómo leemos el trimestre, dónde creemos que el consenso se está equivocando y, algo que casi nadie se atreve a poner por escrito, **qué tendría que ocurrir para hacernos cambiar de opinión**.

Nuestra manera de trabajar no cambia y no va a cambiar por un trimestre bueno ni por uno malo: primero proteger y después aprovechar, y contarlo con la misma franqueza cuando el marco se cumple y cuando el tiempo lo corrige.



Jesús Martínez Rivas

CEO & Founder · Comité de Inversión

UTTORT Wealth Management

En este número.

01	Lo esencial del trimestre	la idea que ordena todo lo demás	4
02	El trimestre en datos	panorama de mercados y balance de medio año	5
03	La visión de la casa	el marco y el tema del trimestre	6
04	Cómo lo leemos	por bloques de activo	10
05	Escenarios	tres lecturas a un trimestre vista	16
06	Qué vigilamos	las señales y el mejor argumento en contra	17
07	Qué implica para usted	lecturas generales por situación	19

01

Lo esencial del trimestre.

Hay una idea que ordena todo lo demás en este número, y es que **el índice ha dejado de ser sinónimo de diversificación**. Cuando hoy alguien «compra el mercado» a través de un fondo indexado global, lo que compra en realidad y sobre todo, es un puñado de grandes compañías tecnológicas estadounidenses, **los pocos**, mientras la enorme multitud de empresas que antes repartía el peso del índice apenas mueve ya la aguja. No es una opinión nuestra ni una interpretación discutible sino la composición del propio índice tal y como está construido hoy. Y todo esto llega además en un momento en que el telón de fondo (tipos altos durante más tiempo) castiga precisamente a la parte más cara del mercado.

72%

DE EE.UU. EN EL
ÍNDICE MUNDIAL DE
REFERENCIA

35- 38%

DEL S&P 500, EN
SOLO DIEZ
COMPONENTES

31%

DE UN SOLO SECTOR:
LA TECNOLOGÍA

Décadas

SIN VER ESTA CONCENTRACIÓN
EN EL ÍNDICE ESTADOUNIDENSE

01 El índice «global» no es tan global ni tan diversificado como su nombre promete, porque en el índice mundial de referencia Estados Unidos pesa ya siete de cada diez euros invertidos y la tecnología es con diferencia el mayor de todos los sectores.

02 El telón de fondo no ha cambiado en lo esencial, porque la inflación todavía no ha vuelto del todo a su objetivo y los bancos centrales no tienen ninguna prisa por bajar los tipos, hasta el punto de que en Europa han vuelto a subirlos, y ese entorno de dinero caro sigue penalizando a lo que ya estaba más caro.

03 Las dos incógnitas del trimestre se fueron despejando además en la dirección que este marco venía anticipando: a cierre de junio la energía y los tipos, las dos grandes variables binarias, se habían movido de forma que el riesgo geopolítico se descomprimía sin desaparecer, porque la tregua nacía ya reversible, mientras el dinero seguirá caro más tiempo. Con el mercado en máximos y la complacencia instalada, la prudencia que mantenemos no responde al miedo sino a la voluntad de conservar munición para cuando el precio vuelva a acompañar.

04 Primero proteger y solo después aprovechar, que es el orden que no invertimos nunca: en la práctica se traduce en una cartera invertida y equilibrada que no sale corriendo detrás de los máximos, con la parte más conservadora en plazos cortos, una renta variable selectiva y de calidad y una posición en oro que actúa como cobertura. Es disciplina, no predicción.

LA PREGUNTA QUE DEJA EL TRIMESTRE

Si tropezaran a la vez los pocos valores que más pesan en el índice, ¿cuánto se movería una cartera que su dueño creía diversificada? Es la pregunta que este número le deja encima de la mesa.

02

El trimestre en datos.

Dónde cerraron los principales mercados al final del trimestre. Es una **foto descriptiva de mercado**, no una recomendación ni una previsión: **rentabilidades pasadas que no garantizan rendimientos futuros**. El comportamiento de cada bloque se desarrolla en las fichas; las variaciones del trimestre y del año se incorporan con el cierre contrastado.

RENTA VARIABLE

	CIERRE 30-JUN	2T 2026	YTD 2026
S&P 500 · puntos	7.499,36	+14,9%	+9,6%
Nasdaq 100 · puntos	30.276,35	+27,5%	+19,9%
EuroStoxx 50 · puntos	6.328,09	+13,6%	+9,3%
IBEX 35 · puntos	19.471,90	+14,2%	+12,5%
MSCI World · índice	4.825,50	+13,3%	+8,9%

DIVISA

	CIERRE 30-JUN	2T 2026	YTD 2026
EUR / USD · cruce	1,1394	-0,9%	-3,0%
Índice dólar (DXY) · índice	101,19	+1,2%	+3,0%

RENTA FIJA

	CIERRE 30-JUN	2T 2026	YTD 2026
Treasury 10 años · rentabilidad %	4,44%	+14 pb	+26 pb
Bund 10 años · rentabilidad %	2,90%	-16 pb	+1 pb

MATERIA PRIMA

	CIERRE 30-JUN	2T 2026	YTD 2026
Oro · USD/onza	4.022,90	-13,4%	-7,0%
Brent · USD/barril	72,92	-38,4%	+19,8%

Niveles a cierre de 30-jun-2026 (variación 2T = desde el cierre de 31-mar-2026; YTD = desde el cierre de 2025; en renta fija, variación en puntos básicos; renta variable en *price return*; materias primas, futuros de referencia), a partir de fuentes oficiales por activo, a cierre y no intradía; «n.d.»: sin cierre oficial verificable a la fecha de edición. Elaboración UTTOR. Datos de mercado descriptivos del pasado: no son recomendación ni rentabilidad esperada; rentabilidades pasadas que no garantizan rendimientos futuros. Estas cifras no se suman entre sí: cada pieza tiene un papel distinto en una cartera; el del oro se explica en la página 14.

BALANCE DE MEDIO AÑO · QUÉ ABRÍA EL AÑO, DÓNDE ESTÁ HOY

El año abrió con dos grandes incógnitas. A mitad de ejercicio, conviene mirar dónde están. No para puntuarnos: porque son las que seguirán mandando en el segundo semestre.

Energía y geopolítica: abrieron el año como foco de inflación importada y a cierre de junio quedaban en *tregua condicional*, con la tensión cedida pero sobre un alto el fuego reversible y sin un acuerdo de fondo que lo cerrara. Descomprimida, no cerrada.

El precio del dinero: la duda era si los bancos centrales seguirían bajando o se plantarían. Se plantaron (en Europa, incluso, volvieron a subir). El «dinero caro» pasó de hipótesis a suelo sobre el que se valora todo.

Ninguna es un capítulo cerrado: son la corriente que seguimos leyendo. Lo que no cambia es el criterio con que las miramos.

03

La visión de la casa.

No un catálogo de opiniones: **un mismo razonamiento, contado entero.**
Primero el marco que ordena los precios; después el tema que define este trimestre; y dónde leemos **distinto al consenso.**

EN ESTE BLOQUE

3.1 · El marco: tipos altos durante más tiempo	el suelo sobre el que se valora todo	7
3.2 · El tema: la concentración de los índices	la promesa de diversificación, vaciada	8
Dónde leemos distinto al consenso	la puerta de salida estrecha	9

3.1 · El marco: tipos altos durante más tiempo

Las dos grandes incógnitas que abrían el trimestre eran la **energía** y los **tipos**, y ambas se fueron despejando en la dirección que este marco venía describiendo: a cierre de junio el riesgo geopolítico se descomprimía sin desaparecer, porque el alto el fuego nacía reversible, pero el dinero seguirá caro más tiempo. Lo relevante no era acertar cuál de las dos ramas salía, sino ver que el marco de fondo, tipos altos y una energía que sigue siendo fuente de sobresaltos, se mantiene en pie con independencia de cómo se resuelva cada una. De ahí parte todo lo demás.

Conviene detenerse en el punto de partida, que es el precio del dinero, porque durante una década los tipos bajos abarataron casi todo y empujaron a los inversores hacia lo que más crece cueste lo que cueste, y ese mundo ha cambiado: la inflación cedió pero **no ha vuelto del todo al objetivo**, la energía sigue siendo una fuente de sobresaltos y los bancos centrales han dejado claro que **no tienen prisa por bajar los tipos**. El BCE los volvió a subir en junio, su primera subida desde 2023, y al otro lado del Atlántico la **Reserva Federal** mantuvo el tipo pero endureció el tono hasta **borrar de su cuadro de previsiones el recorte de este año** y aplazarlo a 2027-28, de modo que el mensaje a los dos lados acaba siendo el mismo, *higher for longer*.

El mecanismo importa más que el titular, porque cuando los tipos están altos **un beneficio futuro vale menos hoy** y eso pesa sobre todo en lo más caro y de mayor duración, que es el crecimiento concentrado. A la vez, **la parte conservadora de la cartera vuelve a rentar** sin necesidad de estirar plazos ni de asumir riesgos que no compensan. Nada de esto pretende anticipar el mercado: describe el suelo sobre el que se valora todo lo demás.

El marco sigue en pie **con independencia de cómo se resuelva cada una**.

2,25%

BCE · TIPO DEPÓSITO · PRIMERA SUBIDA DESDE 2023

3,50-3,75%

FED · RANGO OBJETIVO · EL RECORTE DE 2026, BORRADO DEL CUADRO

El mensaje, a los dos lados del Atlántico, es el mismo: el dinero seguirá caro durante más tiempo.

Un beneficio futuro vale menos hoy; **la parte conservadora de la cartera vuelve a rentar**.

*El dinero vuelve a tener precio. Y un suelo de tipos más alto **premia la disciplina y castiga pagar de más**.*

Este suelo no es noticia de un trimestre: es un **cambio de fondo** que ordenará las carteras durante años, y lo desarrollaremos como tema propio en las próximas entregas. Sobre él se entiende el tema de este número: por qué la forma más popular de invertir de la última década, comprar un índice amplio y olvidarse, se apoya hoy en una promesa que se ha ido vaciando.

3.2 · El tema: la concentración de los índices

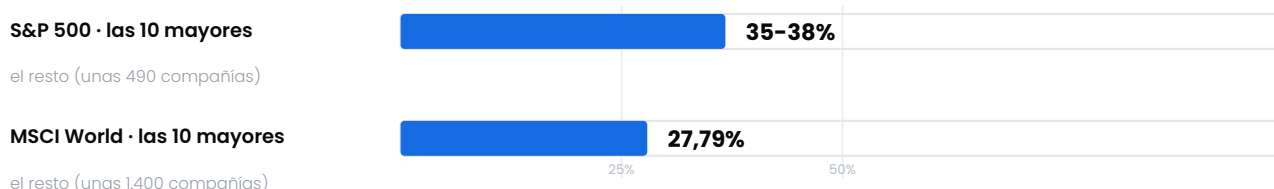
72% de un índice que se vende como **«mundial»** es en realidad una sola economía, Estados Unidos, mientras el resto del planeta entero se reparte poco más del cuarto restante.

La forma más popular de invertir en la última década se apoyaba en una promesa muy concreta, la de una diversificación instantánea y barata, y esa promesa **se ha quedado hueca** sin que muchos inversores se dieran cuenta. Los datos hablan solos, y decimos de dónde sale cada uno:

- ▶ En la bolsa estadounidense, los **diez mayores componentes** pesan **entre el 35,5% y el 38%** del índice, en la zona alta de las últimas décadas.
- ▶ En el índice mundial, esos diez mayores ya valen **más de una cuarta parte** del total, y **uno solo de ellos pesa más que sectores enteros**: más que toda la energía o los materiales del índice.
- ▶ Por geografía, **Estados Unidos pesa el 72,45%** y la **tecnología, el 30,66%**: el índice «global» está concentrado en una economía y un sector.

EL CONSENSO DICE	NUESTRA LECTURA	LO QUE EL MERCADO INFRAVALORA
Comprar el índice amplio y olvidarse es la opción prudente por defecto: diversificación máxima al menor coste.	A este punto del ciclo el índice es la apuesta concentrada , y la prudencia se gana hoy mirando qué se compra y no comprando en automático.	Que el motor de la subida (lo caro y de larga duración) es justo lo que peor encaja con tipos altos .

FIGURA 1 · Los pocos: cuánto pesan los diez mayores componentes



Diez nombres deciden más de una cuarta parte de «todo el mundo» y casi la mitad de la bolsa estadounidense.

Datos: concentración del S&P 500 (diez mayores componentes, rango 35,5-38% según fuentes secundarias contrastadas; la primaria no estaba accesible a la fecha de cierre) · S&P Dow Jones Indices y proveedores secundarios; composición del MSCI World Index (USD) · factsheet oficial más reciente, a 29-may-2026. Elaboración UTTOR.

3.2 · El tema: la concentración de los índices (continuación)

FIGURA 2 · El índice «mundial»: una sola economía, un solo sector

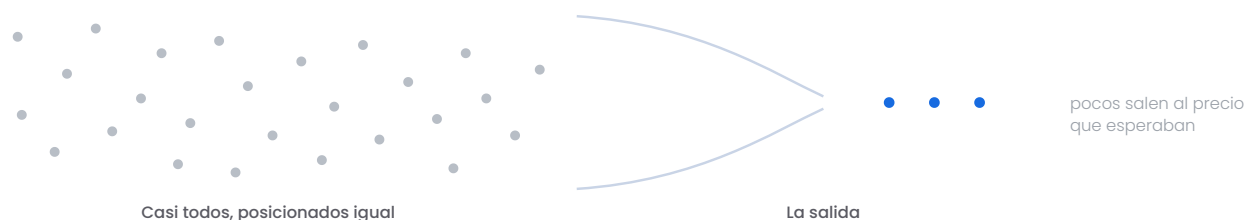


Datos: composición del MSCI World Index (USD) por país y sector, factsheet oficial más reciente, a 29-may-2026 (EE.UU. 72,45% · tecnología 30,66%).
Elaboración UTTORT.

¿Por qué importa? Porque cambia el riesgo que se asume sin querer, ya que **indexarse hoy es comprar una apuesta concentrada en un puñado de compañías muy correlacionadas y no «el mercado» amplio**. Y aquí se cierra el círculo con el marco anterior, porque lo que ha tirado de los índices es justo lo más caro y de mayor duración, lo que peor encaja con tipos altos, de modo que el que esos líderes hayan subido **pese a** los tipos no desmiente el riesgo sino que lo agranda. El motor de la subida es también el motor del riesgo.

Y hay un matiz de **segundo orden** que pocos se paran a mirar, y es que la concentración sea alta ya lo sabe el mercado, de modo que la pregunta que de verdad importa no es si está alta sino **quién queda atrapado el día que se deshaga**. Cuando casi todos están posicionados igual la puerta de salida es estrecha, y se estrecha más cuanto más se ha llenado la sala.

FIGURA 3 · La puerta de salida estrecha



Esquema ilustrativo del mecanismo de liquidez descrito en el texto; no representa datos ni una previsión. Elaboración UTTORT.

DÓNDE LEEMOS DISTINTO AL CONSENSO

El mercado celebró el alivio geopolítico y da por hecho que «tipos altos» puede convivir con seguir en máximos, y **dudamos de esa cohabitación**, porque o los tipos altos acaban mordiendo las valoraciones o la inflación no cede y el banco central va aún más lejos. La complacencia, con la volatilidad en mínimos, nos parece el precio más frágil del tablero y no el más sólido.

04

Cómo lo leemos.

No son cinco opiniones sueltas, activo por activo, sino **el mismo método aplicado de arriba abajo**: del tablero **geopolítico** a la macro, de la macro a los mercados y al ciclo, y de ahí a cada bloque de la cartera. Este orden no cambia de un número a otro porque es la forma en que trabaja la casa.



Geopolítica

El tablero: energía, comercio y la fricción entre bloques.



Macro

Inflación, bancos centrales y el precio del dinero.



Mercados

Valoraciones, amplitud y qué dan por hecho los precios.



Corporate

La actividad entre empresas como lectura de la fase del ciclo.



Cinco lecturas, una cartera

El mismo razonamiento, aterrizado bloque a bloque: renta variable, renta fija, divisa, materia prima y corporate.

EN ESTE BLOQUE

Renta variable	selección y calidad	11
Renta fija	plazos cortos	12
Divisa	el dólar implícito	13
Materia prima	oro = cobertura	14
Corporate y la síntesis del bloque	lectura de fase de ciclo	15

Renta variable

SELECCIÓN Y CALIDAD

El motor de crecimiento de una cartera y, hoy, también su mayor fuente de concentración silenciosa.

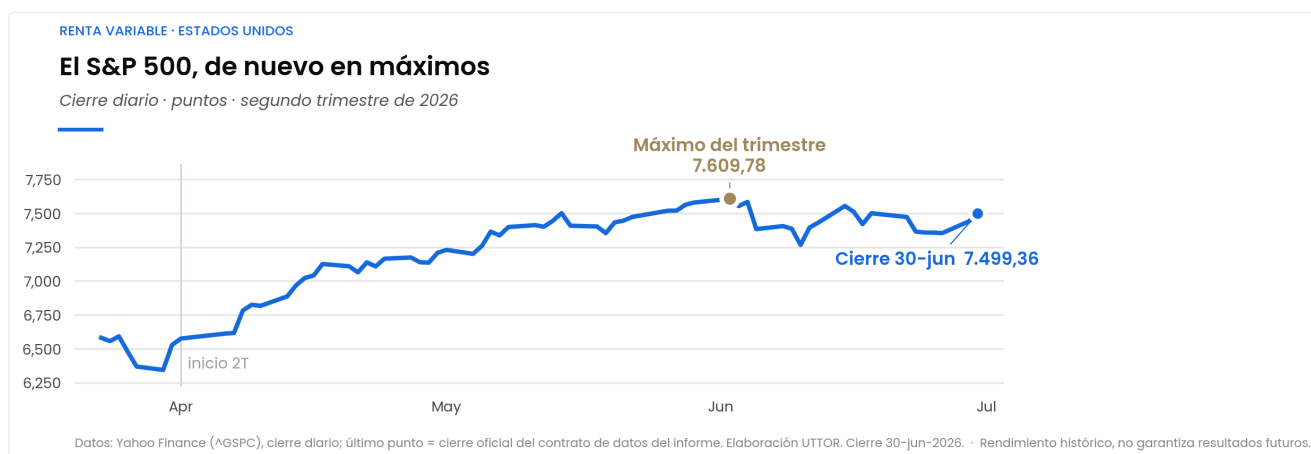
CÓMO SE HA COMPORTADO

Fue un 2T fuerte en el agregado, con el **S&P 500 en máximos (+14,9% en el trimestre)** y la tecnología estadounidense de nuevo al frente, acompañada por una **Europa** también al alza y unos **emergentes** que acumulaban a cierre de mayo más de un +25% en el año. Bajo el titular, lo que importa para esta lectura es la **amplitud**, porque la subida volvió a apoyarse en los mismos pocos nombres de siempre, de manera que la novedad no está en que suban sino en **cuántos suben con ellos**. Que participen muchos o pocos es la señal que vigilamos.

► CÓMO NOS POSICIONAMOS

Seguimos **dentro del mercado**, con sesgo a la **selección y la calidad** antes que a comprar el índice a ciegas, porque comprar el índice hoy es comprar sobre todo a los pocos que ya pesan demasiado. Por geografías, y como criterio de mercado y no como reparto, donde mejor encajan precio y calidad es **Europa**; en **Estados Unidos** somos más neutrales a estos precios, porque la calidad de las grandes es indiscutible pero el precio que se paga por ellas es discutible; y en **emergentes** selectivos y nunca por bloque. El beneficio real y la valoración van por delante del tamaño.

FIGURA 4 · El S&P 500 del trimestre, en cierres diarios. La serie completa del 2T, a cierre y no intradía; el último punto es el cierre oficial del informe. Dato descriptivo del pasado: rentabilidades pasadas que no garantizan rendimientos futuros.





Renta fija

PLAZOS CORTOS

La pieza que vuelve a pagar por esperar. Hoy compite de tú a tú con el riesgo.

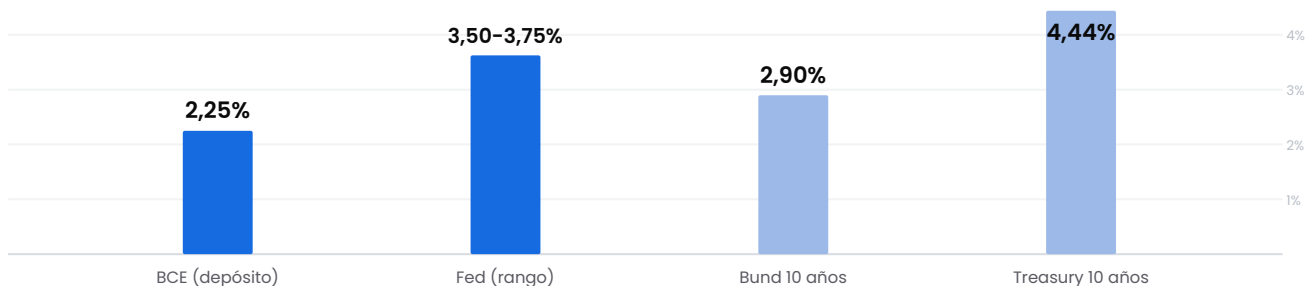
CÓMO SE HA COMPORTADO

El precio del dinero siguió anclado arriba, con el **Treasury a 10 años** cerrando el semestre en el **4,44%** (+14 puntos básicos en el trimestre) y el **Bund alemán** en el **2,90%**, con una Reserva Federal **sin prisa por recortar** cuyo cuadro de previsiones se ha inclinado incluso hacia posibles subidas, y con el BCE subiendo tipos en junio.

▶ CÓMO NOS POSICIONAMOS

La misma cadena que tensa la bolsa premia aquí la prudencia, porque con el dinero caro anclado el marco favorece el **tramo corto**, que renta sin el riesgo de la parte larga, que es donde más duele si la inflación sorprende. **No alargar duración todavía** tiene sentido, porque con los recortes empujados tan lejos estirar plazos es pelearse con el banco central. Es el tramo en el que pagan por esperar.

FIGURA 5 · El precio del dinero, hoy. Tipos de referencia (BCE y Fed, en azul) y rendimiento de la deuda pública a 10 años (en azul claro), a cierre del 30-jun-2026. El diferencial de tipos oficiales entre EE.UU. y la zona euro ronda 1,3-1,5 puntos: el que mueve el euro-dólar.



Fuentes: BCE, Reserva Federal, mercado de deuda, a cierre del 30-jun-2026. Dato de mercado, no previsión.

⇒ Divisa

EL DÓLAR IMPLÍCITO

La apuesta que viaja escondida dentro de cualquier cartera global. Y que casi nadie eligió de forma consciente.

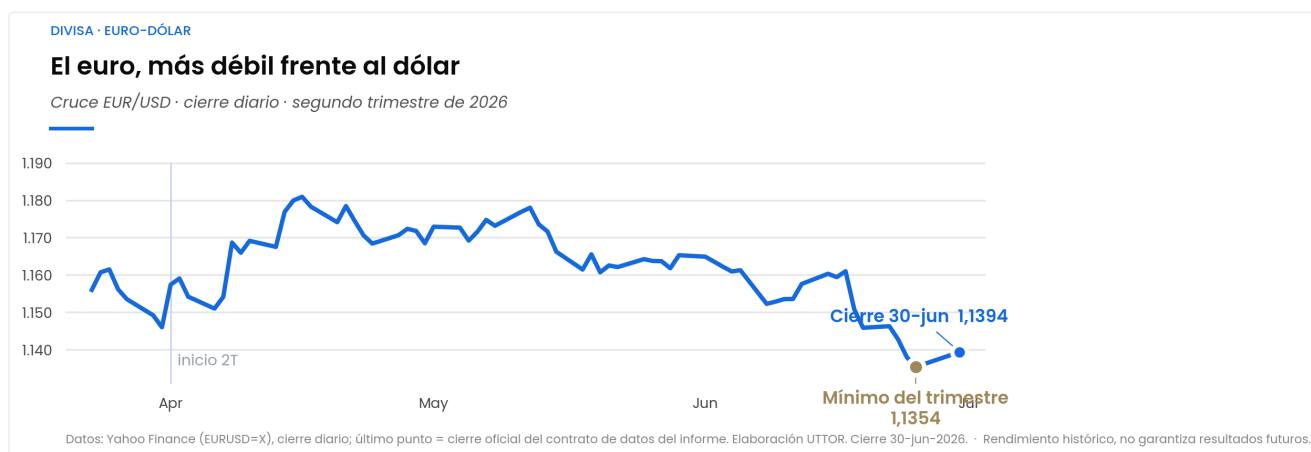
CÓMO SE HA COMPORTADO

El euro cerró el semestre más débil frente a un dólar que la Reserva Federal ha vuelto a hacer atractivo por el diferencial de tipos, con el **EUR/USD en 1,1394** y el **índice dólar en el entorno de 101**. Aquí la concentración aparece por otra puerta, porque como la bolsa mundial pesa siete de cada diez euros en Estados Unidos, **«comprar el índice» es, sin decirlo, comprar dólares**, y quien se cree diversificado por geografía lleva además una posición de divisa que no eligió. Para un inversor en euros ese dólar más fuerte **suma** a lo que rinde la parte estadounidense de una cartera indexada global, antes incluso de mirar si las compañías subieron o bajaron.

► CÓMO NOS POSICIONAMOS

Lo tratamos como un **riesgo a vigilar y no como una apuesta direccional**, porque no pretendemos anticipar el nivel del cruce. Importa porque mueve el valor de todo lo que se tiene fuera del euro y porque en una cartera indexada global esa exposición al dólar llega **por inercia y no por decisión**, con un matiz que juega a favor, y es que el dólar suele actuar como **estabilizador natural** de una cartera global, ya que cuando el riesgo aprieta tiende a fortalecerse. Es un efecto a tener presente al leer las rentabilidades en euros, y hacerlo explícito es parte de diversificar de verdad.

FIGURA 6 · El euro, más débil frente al dólar. Serie diaria real del cruce EUR/USD en el trimestre, a cierre; el último punto es el cierre oficial del informe. Rentabilidades pasadas que no garantizan rendimientos futuros.



Materia prima

ORO = COBERTURA

El petróleo trae los sustos a la cartera; el oro está para cuando llegan.

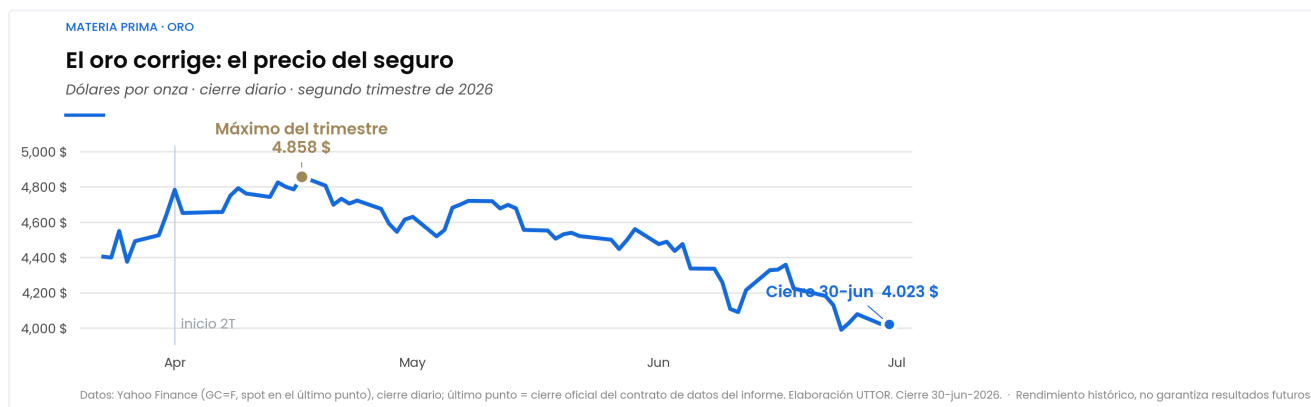
CÓMO SE HA COMPORTADO

El petróleo trajo primero el susto y luego el alivio, porque el **Brent se desplomó en el 2T** un **-38%** hasta el entorno de los **73 \$**, su peor trimestre desde 2020, tras la desescalada de Ormuz, aunque el susto del primer trimestre aún pesa en el cómputo del año. El **oro corrigió con fuerza** desde su pico histórico hasta la zona de **4.020 \$**, cerca de un **-13%** en el trimestre, el peor en décadas.

► CÓMO NOS POSICIONAMOS

El oro tiene en una cartera un solo trabajo, que es cubrir los escenarios extremos (lo que en el oficio se llama «la cola»), y su corrección de este trimestre es el **coste de esa cobertura**, asumido a propósito, porque si hubiera subido con fuerza habría sido señal de que algo se rompía en el resto de la cartera, y es preferible el escenario en que la cobertura pierde y lo demás gana. Un alto el fuego reversible, sin un acuerdo de fondo que lo sostenga, no es una paz: **no se cancela la cobertura por una tregua**. Su papel es cubrir el escenario extremo, nunca un precio esperado.

FIGURA 7 · El oro corrige: el coste de la cobertura. Serie diaria real del trimestre, a cierre y no intradía; el último punto es el cierre oficial del informe. La lectura del petróleo queda recogida en la tabla del Panorama (página 5). Rentabilidades pasadas que no garantizan rendimientos futuros.



Corporate

LECTURA DE FASE DE CICLO

Las operaciones entre empresas no nos dicen qué comprar; nos dicen en qué punto del ciclo estamos.

CÓMO SE HA COMPORTADO

La actividad corporativa, es decir las fusiones, las compras y las salidas a bolsa, la leemos como señal de fase y no como catálogo de ideas. La operación intensa suele aparecer en fases **avanzadas** del ciclo, con financiación accesible y confianza alta, de modo que con el dinero caro anclado más tiempo esa financiación **se encarece**, un viento de cara para las operaciones que conviene leer como dato de ciclo.

► CÓMO NOS POSICIONAMOS

No leemos las operaciones como un boletín de oportunidades sino como **lectura de en qué fase del ciclo está cada sector**, y con una cautela aprendida, porque cuando la actividad se acelera solemos estar más cerca del final del ciclo que del principio. Pesa en la prudencia general de la cartera y no en una compra concreta, y solo a partir de tendencias sostenidas y públicas.

La misma cadena, de principio a fin.

Leídos por separado, los cinco bloques dicen cosas distintas, pero leídos juntos dicen una sola, y es que hoy es **el precio del dinero** el hilo que los ordena a todos. Ancla lo que se paga en **renta variable**, premia esperar en **renta fija**, sostiene el papel del **dólar** y del **oro** como contrapesos y marca en qué fase del ciclo respira lo **corporativo**. No es una suma de cinco lecturas sueltas sino **una sola postura**, con la prudencia repartida entre las piezas y no concentrada en ninguna.

LA DECISIÓN DEL TRIMESTRE

Este trimestre la decisión ha sido **no cambiar el posicionamiento**, y conviene decirlo así porque no es inercia sino una decisión de las difíciles. Ninguna de las señales que nos harían revisarlo se ha activado: **la subida sigue estrecha, el dinero sigue caro y la tregua nunca dejó de ser condicional**. No se compra más caro solo porque suba, ya que el optimismo generalizado no es un argumento, y no se deshace lo que funciona sin un deterioro de fondo que hoy no vemos. **No hacer nada cuando nada ha cambiado** es lo que permite actuar cuando algo cambie de verdad.

05

Escenarios a un trimestre vista.

Tres lecturas para los próximos meses, ordenadas de la que más pesa en nuestra visión a la que menos, y pensadas para el caso en que el marco se cumpla, para el que se tuerza y para el que se rompa del todo. El color es **un mismo azul** que gana profundidad según cuán extremo es cada una, de manera que más tinta marca un escenario más extremo, no más probable ni más peligroso.

ESCENARIO CENTRAL · EL QUE MÁS PESA

Calma condicionada

Con la tensión energética descomprimida a cierre de junio y una Reserva Federal que no deja duda sobre el precio del dinero, el mercado respira y digiere cerca de los niveles actuales, con la Fed dura de fondo limitando el recorrido. Es una calma a prueba, porque el alivio geopolítico descansa sobre un alto el fuego que nació reversible y sin acuerdo de fondo que lo sostenga, de modo que la señal de que seguimos aquí es una volatilidad anclada en su rango, sin nuevos máximos pero sin corrección de calado. No descartamos la versión más benigna, esa en que los beneficios sostienen el tono pese a los tipos altos, pero pesa menos, porque lo que hoy nos parece barato dar por hecho es justamente que la calma se prolongue sola.

ESCENARIO DE ESTRÉS

Corrección ordenada desde niveles exigentes

Es la que más vigilamos por detrás del central, y bastaría con que los tipos altos empezaran a morder lo más caro, la tecnología, o con que la tregua de Ormuz se deteriorara, un riesgo que nunca ha dejado de estar abierto. La señal sería pública: la rentabilidad del bono estadounidense rompiendo al alza o el crudo re-tensionándose, con la volatilidad saliendo de su zona de calma. Y por la propia concentración bastaría con que tropezaran unos pocos grandes valores para arrastrar al índice entero.

ESCENARIO DE COLA · EL MENOS PROBABLE

Doble golpe

Es improbable, pero es el que justifica la cobertura: la tregua salta, el crudo se dispara, vuelve la prima de inflación y el banco central se ve forzado a ir más lejos. La caída sería desordenada, con el oro y el dólar actuando habitualmente como refugio, aunque no siempre a la vez, porque hay sacudidas de pura liquidez en las que hasta el oro cede. Por eso la cobertura se juzga por sí de verdad protege en el evento y no por una regla fija.

Las barras marcan cuán extremo es cada escenario dentro de esta lectura: jerarquía cualitativa de la casa, no una probabilidad.

Un puñado de señales públicas nos dice si el marco se está cumpliendo o empieza a torcerse, y las miramos con el mismo criterio con que lo contamos, por lo que de verdad cambiaría la lectura y no por el ruido del día.

► **La amplitud del mercado, y la propia concentración**

La pregunta es si empieza a participar más gente, más sectores y más compañías, o si la subida sigue dependiendo de un puñado de valores, y es la señal más importante para esta tesis. El marcador que miramos es que, si la concentración llega a normalizarse, sea por crecimiento real de beneficios o por una corrección de los líderes.

► **El tono de los bancos centrales**

Si la inflación cede de forma sostenida, o si al contrario vuelve a sorprender al alza y obliga a ir aún más lejos de lo que hoy se descuenta.

► **La complacencia**

Con la volatilidad en mínimos, vigilamos que el mercado no dé por hecho que «tipos altos» puede convivir indefinidamente con los máximos, porque es el precio que nos parece más frágil de todo el tablero. El marcador sería la volatilidad saliendo de su zona de calma.

► **La energía y la tregua**

Sigue siendo la principal fuente de sustos de inflación, y el alto el fuego nació reversible y **sin un acuerdo de fondo que lo sostenga**, de modo que mientras ese acuerdo no llegue la energía sigue siendo un riesgo abierto que puede reavivarse en cualquier momento.

LOS ARGUMENTOS EN CONTRA • Y DÓNDE NOS DUELEN

El mejor es el del indexador convencido: la concentración no es un defecto sino el índice dejando correr a las ganadoras, y esos pocos pesan porque han generado los beneficios y no por una burbuja. Y **«la concentración es peligrosa» se viene diciendo y fallando desde hace años**, porque quien salió del índice por «caro» ha perdido frente a quien se quedó.

Tiene parte de razón y lo decimos sin rodeos.

NUESTRA RESPUESTA

No pretendemos saber el **cuándo**, solo el **qué**. No apostamos a que los líderes caigan, sino que nos negamos a que una cartera dependa de que no lo hagan, y tener razón sobre el riesgo aunque no sobre el calendario es precisamente la razón de repartir. Por eso medimos la tesis por su falsabilidad y no por su contundencia.

El giro de tipos. «Tipos altos durante más tiempo» puede ser el penúltimo error de consenso, porque el cuadro de la Fed es proyección y no promesa, y el mercado de hecho subió a pesar del tono. Si la inflación cediera de forma sostenida, Ormuz reabriera de verdad y el crudo se asentara abajo, acortaríamos ese «más tiempo» y lo diríamos aquí.

El coste de la prudencia. No perseguir ha tenido un coste de oportunidad, porque preferimos una rentabilidad algo menor a un riesgo mal pagado en máximos, y el oro es la herida abierta, cerca de un -13% en el trimestre, que contamos antes de invocar el marco de la cobertura. Nada de esto nos da derecho a cantar victoria con el partido a medias.

LA SEÑAL QUE NOS HARÍA CAMBIAR DE OPINIÓN

Si la amplitud del mercado se ensancha de forma sostenida, con más sectores y más compañías tirando y no solo los grandes, **esta tesis pierde fuerza**. Lo estamos vigilando y seríamos los primeros en decirlo.

07

¿Qué implica para usted.

Antes de nada, una aclaración que importa: **si su cartera se ha concentrado, no es un error suyo.** El índice cambió de forma sin avisar. No hay dos patrimonios iguales, pero sí situaciones que se repiten.

Lo que sigue son lecturas generales de mercado, no una valoración de su cartera. Si algo de esto le aplica, y cómo, es siempre una conversación con su equipo asesor a partir de su situación real.



Si su prioridad es preservar

El entorno le acompaña: la parte conservadora de la cartera vuelve a rentar sin asumir riesgos innecesarios. La pregunta no es «cuánto ganó», sino «cuánto de mi cartera depende, sin yo saberlo, de un puñado de valores».



Si tiene liquidez esperando el momento

La disciplina es una decisión activa: esperar mejores puntos de entrada con criterio es legítimo; entrar a ciegas en lo más concurrido y en máximos, mucho menos. Hay formas de estar dentro sin concentrarlo todo en lo mismo.



Si le preocupa la concentración

Es el tema del trimestre. Diversificar de verdad (por geografía, por estilo, por fuentes de retorno que no dependan de los mismos nombres) vuelve a tener sentido. No es vender lo que ha subido; es no tenerlo todo en lo mismo.



Si su patrimonio gira en torno a una sola posición

Un solo valor, una empresa, un activo que pesa más que todo lo demás junto. La concentración que más importa no siempre está escondida en un índice: a veces está a la vista, y deshacerla tiene implicaciones que van más allá de lo financiero.

LA LECTURA DE LA CASA

Una misma corriente explica las tres cosas. El suelo de tipos vuelve a pagar la paciencia; ese mismo dinero se ha apilado en unos pocos nombres, así que diversificar deja de ser un matiz; y la cobertura ya no es un por si acaso, se juzga por si de verdad protege.

Es la lectura de la casa para el trimestre, **en dirección y criterio, no una asignación de cartera.** Lo suyo, caso a caso, vive en su cartera real, no en estas páginas.



Aviso legal.

Comunicación comercial. Este documento es una **comunicación de carácter comercial** de UTTOR Wealth Management EAFN (Empresa de Asesoramiento Financiero Nacional inscrita en el registro de la CNMV con el n.º 59) y recoge su **visión general de mercado**. Tiene carácter exclusivamente informativo y promocional, y **no constituye asesoramiento en materia de inversión, una recomendación personalizada de inversión, ni una oferta, solicitud o invitación para contratar servicios de inversión o adquirir, transmitir o suscribir instrumentos financieros**. No toma en consideración la situación particular, los objetivos de inversión ni la tolerancia al riesgo de ningún cliente concreto. Asimismo, este documento **no constituye un informe de inversiones ni un análisis financiero** elaborado de conformidad con la normativa destinada a promover la independencia de los análisis de inversión, por lo que no ha sido preparado con arreglo a los requisitos legales dirigidos a garantizar dicha independencia y no está sujeto a las prohibiciones relativas a la negociación previa a su difusión. **No constituye una cartera, una asignación de activos ni un servicio de gestión que UTTOR ejecute por cuenta del cliente**. Cualquier decisión de inversión deberá adoptarse, en su caso, sobre la base de la documentación legal y precontractual correspondiente y tras recibir el asesoramiento personalizado que resulte adecuado a las circunstancias, objetivos de inversión y perfil de riesgo del cliente.

Las opiniones reflejan el juicio de UTTOR a la fecha de cierre indicada, son a medio plazo y están **sujetas a cambio sin previo aviso. Toda inversión en instrumentos financieros está sujeta a riesgos de mercado y puede dar lugar a pérdidas totales o parciales del capital invertido**. La evolución de los mercados financieros puede afectar negativamente al valor de las inversiones. **Las rentabilidades pasadas no garantizan ni son indicativas de rentabilidades futuras**. Los datos de mercado (niveles, variaciones, composición de índices y operaciones corporativas) proceden de fuentes públicas consideradas fiables, se ofrecen con fines exclusivamente informativos y descriptivos de su evolución pasada, y **no constituyen recomendación sobre ningún valor, índice o instrumento concreto**. Aunque las fuentes utilizadas se consideran fiables, UTTOR Wealth Management EAFN no garantiza la exactitud, integridad o actualización de la información obtenida de terceros. El cierre de los datos corresponde al **30-jun-2026**. Documento dirigido a su destinatario; prohibida su reproducción o distribución sin autorización de UTTOR Wealth Management EAFN.

Fuentes (por tesis): composición del índice mundial y emergentes · MSCI, factsheet oficial más reciente (29-may-2026) · concentración del S&P 500 (diez mayores componentes, **rango 35,5-38%** según fuentes secundarias contrastadas; la primaria no estaba accesible a la fecha de cierre) · **S&P Dow Jones Indices** y proveedores secundarios · niveles de mercado (tabla «Panorama») a cierre del **30-jun-2026**, fuentes oficiales por activo (S&P DJI, Nasdaq, STOXX, BME, MSCI, Tesoro EE.UU./H.15, Bundesbank, BCE, ICE/COMEX) · decisiones de tipos · BCE (11-jun) y Reserva Federal (17-jun).

Metodología: trabajamos con datos de cierre oficiales, no intradía; índices de renta variable en *price return*; los escenarios son cualitativos y recogen la visión de la casa a medio plazo, no probabilidades ni objetivos de precio. Fecha de corte de los datos: 30-jun-2026.

En lenguaje llano (seis términos de este número): *puntos básicos*: centésimas de un punto porcentual (14 pb = 0,14%). · *price return*: la variación del índice solo por precio, sin contar dividendos. · *duración*: la sensibilidad de un bono a los tipos; a más plazo, más se mueve su precio cuando los tipos cambian. · *cobertura (de «cola»)*: la pieza de la cartera pensada para los escenarios extremos y poco probables, no para rentar cada trimestre. · *volatilidad*: cuánto se mueve el mercado día a día; «en mínimos» = mercado inusualmente quieto. · *amplitud*: cuántos valores participan de una subida; si suben pocos, la subida es estrecha.



Un patrimonio, una sola lectura.

ARQUITECTURA ABIERTA · MULTI-CUSTODIA · UNA SOLA LECTURA

info@uttor.es

Paseo General Martínez Campos 41, 7.º A · Madrid