



# Entre oportunidades y resiliencia

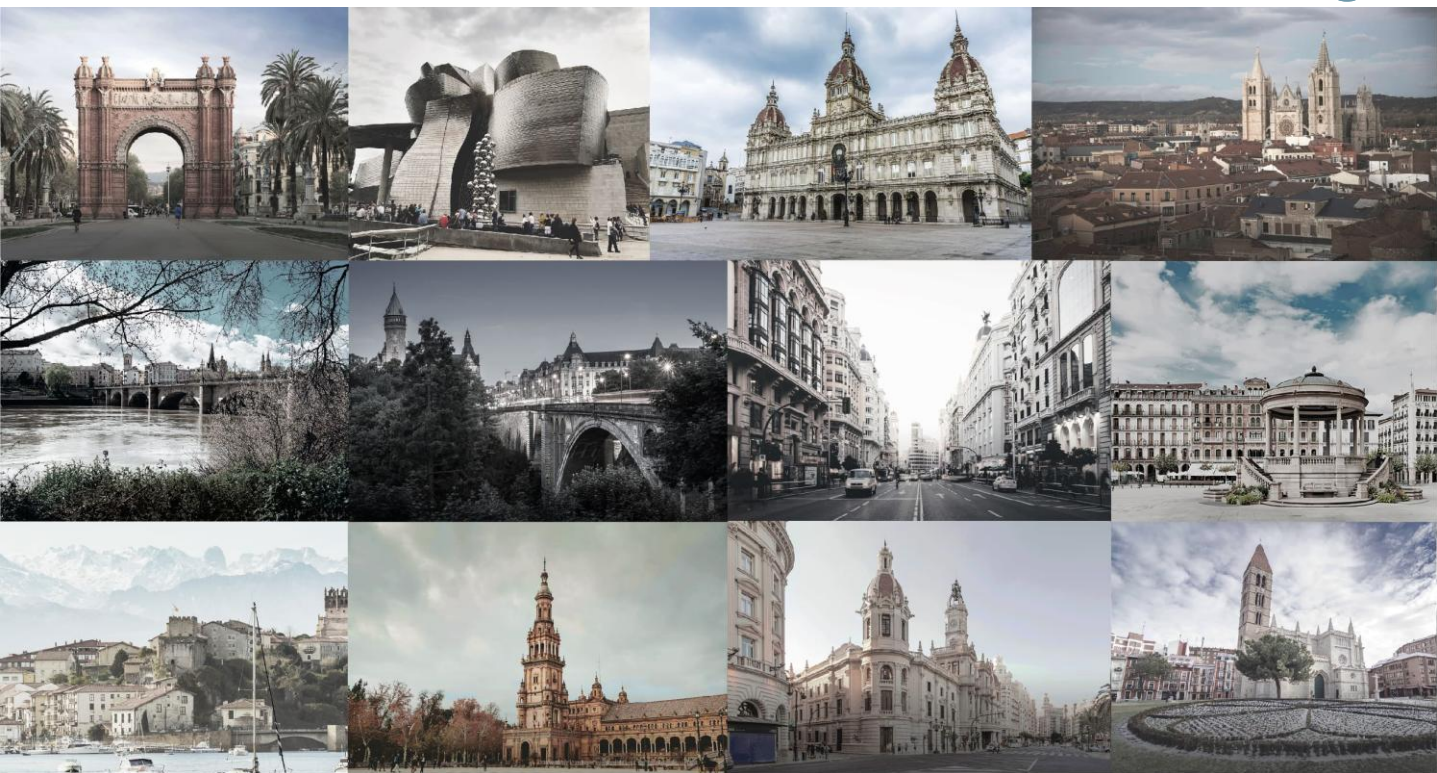
Estrategia 1T 2026

2 de enero de 2026

Soluciones de Inversión | [solucionesdeinversion@ayg.es](mailto:solucionesdeinversion@ayg.es)

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA



# Índice

1	Estrategia 1T 2026: <a href="#">Entre oportunidades y resiliencia</a>
2	Panorama económico
3	Evolución por clases de activo
4	Perspectivas económicas
5	Renta Variable
6	Renta Fija
7	Divisas y Materias Primas
8	Posicionamiento

# 1. Estrategia 1T 2026

**La economía global registró un crecimiento sólido en 2025.** Los aranceles estadounidenses no dañaron las cadenas de suministro y ya podemos afirmar que las teorías más pesimistas sobre su catastrófico efecto inflacionista quedan descartadas. El **apoyo de política fiscal y monetaria** se mantuvo, las **condiciones financieras** continuaron siendo **favorables** y la **inversión relacionada con la inteligencia artificial aumentó con fuerza**, contribuyendo de forma contundente al crecimiento estadounidense.

En ese favorable contexto, han surgido ciertos desequilibrios. **La demanda se ha orientado hacia la inversión tecnológica y la productividad está mejorando**, con la **creación de empleo en desaceleración y el crecimiento salarial frenándose**. Es la **economía en forma de K**, donde aumentan las divergencias entre sectores, regiones y hogares, con inversión y consumo más y más dependientes del efecto riqueza generado en los mercados financieros.

**Nuestro escenario base para 2026 prevé que la economía global se mantenga resiliente** gracias al apoyo de las políticas y a la inversión creciente en inteligencia artificial. **Esperamos que la inversión no relacionada con la IA también se recupere** a medida que aumenta la confianza de los directivos. Esto debería respaldar el empleo y el crecimiento de las rentas del trabajo, con efecto positivo sobre el consumo.

Con el crecimiento de PIB revisado ligeramente al alza, el proceso de desinflación algo más lento pero continuado, estimaciones de crecimiento de beneficios aún de doble dígito, políticas fiscales expansivas y políticas monetarias laxas, **el entorno continúa siendo favorable para los activos de riesgo**. Somos por tanto optimistas de cara a 2026, pero conscientes de estar en una situación de equilibrio inestable.

**En EEUU, esperamos mayores estímulos y un apoyo adicional a las bolsas y al consumo**, de cara a las elecciones de mitad de mandato del mes de noviembre. No es descartable algún episodio de incertidumbre ante un Senado más dividido.

Al hablar de geopolítica, hablamos de la relación de China y EEUU. En el mes de marzo China publicará la versión definitiva del decimoquinto plan quinquenal, para el periodo 2026-2030. Se centrará en lograr un crecimiento más sostenible, mayor autosuficiencia y mayor resiliencia geopolítica. Atentos a las derivadas en la relación con EE. UU. y el resto del mundo.

**Los dos grandes retos para nuestro escenario principal constructivo son el volumen de deuda de los gobiernos y la valoración de las bolsas.** No creemos que adelantarse a ninguno de esos dos focos de posibles problemas sea una estrategia de inversión adecuada, dado el contexto global.

Las bolsas están valoradas exigentemente y hay cierta complacencia en la comunidad inversora, pero **ni estamos en una burbuja generaliza, ni el sentimiento inversor ha alcanzado niveles de euforia, de esos difícilmente sostenibles**.



# 2. Panorama económico

## Previsiones de consenso

	PIB						IPC						TIPOS DE REFERENCIA					
	2024		2025		2026		2024		2025		2026		2024		2025		2026	
	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual
Global	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	4,2%	4,2%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%						
EEUU	2,8%	2,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	3,0%	3,0%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	4,5%	4,5%	3,8%	3,8%	3,3%	3,2%
Zona Euro	0,7%	0,7%	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%	2,4%	2,4%	2,1%	2,1%	1,8%	1,8%	3,2%	3,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Alemania	-0,2%	-0,2%	0,3%	0,3%	1,0%	1,0%	2,5%	2,5%	2,3%	2,3%	2,0%	2,0%						
Francia	1,1%	1,1%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	2,3%	2,3%	1,0%	1,0%	1,3%	1,3%						
Italia	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	1,1%	1,1%	1,7%	1,7%	1,4%	1,4%						
España	3,1%	3,1%	2,9%	2,9%	2,2%	2,2%	2,8%	2,8%	2,6%	2,6%	2,1%	2,1%						
Reino Unido	0,8%	0,8%	1,4%	1,4%	1,1%	1,1%	2,5%	2,5%	3,4%	3,4%	2,5%	2,5%	4,8%	4,8%	3,8%	3,8%	3,3%	3,3%
Canadá	1,3%	1,3%	1,7%	1,7%	1,3%	1,3%	2,4%	2,4%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	3,3%	3,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Rusia	3,7%	3,7%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	8,4%	8,4%	8,8%	8,8%	6,0%	6,0%	21,0%	21,0%	15,9%	15,9%	12,1%	12,1%
Brasil	3,4%	3,4%	2,3%	2,3%	1,7%	1,7%	4,4%	4,4%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	12,3%	12,3%	15,0%	15,0%	12,3%	12,0%
Asia																		
Japón	0,1%	0,1%	1,2%	1,2%	0,7%	0,7%	2,7%	2,7%	3,1%	3,1%	1,9%	1,9%	0,3%	0,3%	0,7%	0,7%	0,9%	1,0%
China	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,5%	4,5%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,7%	0,7%	1,7%	1,7%	1,5%	1,6%	1,4%	1,4%
India	7,8%	7,8%	6,4%	6,4%	7,2%	7,2%	4,8%	4,8%	4,6%	4,6%	2,1%	2,1%	6,5%	6,5%	5,3%	5,3%	5,2%	5,1%

\* Estimación del informe mensual de diciembre 2025



# 3. Evolución por clases de activos

Precios a cierre del 31/12/2025

## RENTA VARIABLE

Global	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2024	2023
BLOOMBERG World Large & Mid Caps € Hedge	2.060	0,47%	2,80%	16,25%	17,48%	17,83%
MSCI All Countries EUR Hedge	4.462	0,55%	3,20%	16,87%	19,35%	19,27%
BLOOMBERG World Large & Mid Caps EUR	2.173	-0,31%	2,99%	6,11%	23,45%	20,28%
MSCI All Countries EUR	371	-0,25%	3,08%	6,33%	23,46%	16,02%
SINT BBG World Large & Mid 50 € / 50 € Hedge	2.117	0,08%	2,90%	11,18%	20,47%	19,06%
MSCI World EUR Hedge	301	0,32%	2,76%	15,20%	18,20%	18,98%
MSCI World Growth	6.946	-0,12%	2,69%	20,42%	25,10%	35,95%
MSCI World Value	4.346	1,56%	2,92%	18,24%	9,00%	8,67%
Europa	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2024	2023
EuroStoxx50	5.791	2,17%	4,73%	18,29%	8,28%	19,19%
Stoxx 600	592	2,73%	6,09%	16,66%	5,98%	12,74%
Ibex35	17.308	5,72%	11,84%	49,27%	14,78%	22,76%
FTSE100	9.931	2,17%	6,21%	21,51%	5,69%	3,78%
MSCI Europe Growth	215	1,88%	3,02%	7,31%	4,47%	14,45%
MSCI Europe Value	168	3,31%	8,78%	25,84%	6,90%	11,08%
Estados Unidos	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2024	2023
S&P500	6.846	-0,05%	2,35%	16,39%	23,31%	24,23%
Nasdaq Composite	23.242	-0,53%	2,57%	20,36%	28,64%	43,42%
Dow Jones	48.063	0,73%	3,59%	12,97%	12,88%	13,70%
Russell 1000	3.733	-0,11%	2,11%	15,89%	22,84%	24,51%
Russell 2000	2.482	-0,74%	1,86%	11,29%	10,02%	15,09%
MSCI USA Growth	15.231	-0,69%	2,90%	20,98%	34,21%	44,29%
MSCI USA Value	4.117	0,74%	1,46%	12,31%	11,63%	6,45%
Asia	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2024	2023
Nikkei 225	50.339	0,17%	12,03%	26,18%	19,22%	28,24%
MSCI Asia ex Japan	913	2,57%	4,02%	29,73%	9,75%	3,60%
MSCI India	3.075	-0,01%	5,91%	8,13%	14,33%	20,25%
MSCI China	83	-1,47%	-7,63%	28,31%	15,66%	-13,22%
Shanghai Composite	3.969	2,06%	2,22%	18,41%	12,67%	-3,70%
Emergentes	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2024	2023
MSCI Emerging Markets Local Currency	87.315	2,36%	5,22%	28,35%	10,54%	7,07%
MSCI EM USD	1.404	2,74%	4,33%	30,58%	5,05%	7,04%
MSCI EM EUR	613	1,77%	4,78%	17,76%	14,68%	6,11%
MSCI EM Currency Index USD	1.853	0,98%	0,52%	7,23%	-0,73%	4,80%
Sectorial (MSCI World)	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2024	2023
Energía	267	-0,37%	1,24%	9,81%	-0,37%	-0,72%
Materiales	396	3,91%	4,99%	23,38%	-7,46%	11,72%
Industria	500	1,97%	1,30%	23,36%	11,65%	21,22%
Consumo Discrecional	503	0,87%	0,67%	7,42%	20,36%	33,55%
Consumo Estable	297	-1,37%	0,83%	6,43%	3,45%	0,06%
Salud	399	-0,88%	10,34%	13,21%	-0,14%	2,38%
Financiero	231	4,56%	4,38%	26,06%	23,75%	13,08%
Tecnología	974	-0,18%	1,27%	22,95%	32,18%	52,27%
Servicios de Comunicación	167	-1,19%	4,61%	30,94%	32,57%	44,03%
Utilities	199	-3,00%	1,81%	21,69%	9,96%	-2,51%
Inmobiliario	1.054	-2,02%	-2,94%	3,74%	-0,59%	6,78%

# 3. Evolución por clases de activos

Precios a cierre del 31/12/2025

## RENTA FIJA

Tipos	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2024	2023
Gobiernos 2 años Estados Unidos (pb)	3,47%	-2	-14	-77	-1	-18
Gobiernos 5 años Estados Unidos (pb)	3,73%	13	-2	-66	0	0
Gobiernos 10 años Estados Unidos (pb)	4,17%	15	2	-40	69	0
Gobiernos 30 años Estados Unidos (pb)	4,84%	18	11	6	0	0
Tipos Swap 2 años EEUU	3,31%	2	-8	-77	1	-38
Tipos Swap 5 años EEUU	3,46%	16	7	-57	51	-22
Tipos Swap 10 años EEUU	3,80%	20	15	-27	60	-8
Tipos Swap 30 años EEUU	4,17%	21	23	23	0	0
Diferencia Tipos gobierno -Swap 10 años EEUU	0,36%	-4	-13	-13	9	9
Gobiernos 2 años Alemania (pb)	2,12%	9	10	4	-32	-36
Gobiernos 5 años Alemania (pb)	2,45%	16	14	29	21	-63
Gobiernos 10 años Alemania (pb)	2,86%	17	14	49	34	-55
Gobiernos 30 años Alemania (pb)	3,48%	15	20	88	33	-28
Tipos Swap 2 años zona Euro	2,27%	9	11	7	-60	-60
Tipos Swap 5 años zona Euro	2,57%	16	19	33	-19	-81
Tipos Swap 10 años zona Euro	2,92%	17	25	56	-13	-71
Tipos Swap 30 años zona Euro	3,24%	16	34	109	0	0
Diferencia Tipos gobierno -Swap 10 años Alemania	-0,07%	-1	-10	-7	47	16
Gobiernos 2 años España (pb)	2,27%	20	16	1	-71	4
Gobiernos 5 años España (pb)	2,64%	12	13	6	-4	-54
Gobiernos 10 años España (pb)	3,29%	12	3	23	7	-67
Gobiernos 2 años Italia (pb)	2,20%	2	-4	-22	-57	-33
Gobiernos 5 años Italia (pb)	2,85%	17	9	-2	-20	-97
Gobiernos 10 años Italia (pb)	3,55%	15	2	3	-18	-102
Índices gobierno Europa 3-5 años	225	-0,22%	0,37%	2,48%	2,52%	5,39%
Índices gobierno USA 3-5 años	405	0,04%	1,18%	6,85%	2,26%	4,46%

## CRÉDITO

	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2024	2023
Diferencial Investment Grade Europa	51	-2	-5	-7	-1	-32
Índice Investment Grade Europa 3-5 años	263	-0,07%	0,44%	3,68%	4,95%	7,77%
Diferencial High Yield Europa	244	-11	-18	-69	3	-164
Índice High Yield Europa 3-5 años	760	0,35%	0,40%	5,00%	7,93%	13,44%
Diferencial Investment Grade USA	50	-1	-2	0	-7	-25
Índice Investment Grade USA 3-5 años	326	0,25%	1,30%	7,89%	4,53%	7,05%
Diferencial High Yield USA	317	-6	-5	5	-45	-128
Índice High Yield USA 3-5 años	545	0,58%	1,19%	7,81%	8,29%	12,37%
Subordinados financieros	323	0,00%	0,57%	4,59%	6,79%	9,60%
AT1	203	0,61%	1,26%	8,72%	14,09%	12,99%
Gobiernos Emergentes Local Currency	163	1,23%	1,67%	9,29%	1,68%	6,91%

## MATERIAS PRIMAS

	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2024	2023
Oro	4.319,37	1,89%	11,93%	64,58%	27,22%	13,10%
Brent	60,85	-3,72%	-9,21%	-18,48%	-3,12%	-10,32%
Metales Preciosos	460,24	7,79%	20,67%	72,84%	19,00%	4,11%
Metales Industriales	163,38	6,06%	10,96%	16,44%	-1,63%	-13,72%

## DIVISAS

	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2024	2023
Euro / Dólar	1,1746	1,28%	0,10%	13,44%	-6,21%	3,12%
Euro / Libra	0,8717	-0,53%	-0,11%	5,35%	-4,55%	-2,08%
Euro / Yen	184,01	1,57%	6,04%	13,04%	4,53%	3,74%
MSCI EM Currency Index USD	1.852,53	0,98%	0,52%	7,23%	-0,73%	4,80%

## OTROS

	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2024	2023
Bitcoin	87.648	-3,87%	-23,55%	-6,47%	120,46%	157,01%
Ethereum	2.978	-1,49%	-29,03%	-11,02%	46,63%	90,29%
Solana	124	-9,32%	-40,79%	-35,51%	85,49%	-



Fuente: OpenAI

## 4. Perspectivas económicas

- El crecimiento global se mantiene impulsado por la reducción de la incertidumbre. En Estados Unidos, al dinamismo de la inversión en Inteligencia Artificial se sumará el impacto de la ley presupuestaria de Trump y en la zona Euro, la economía se espera que mantenga un crecimiento moderado tras dar señales de resiliencia en 2025.
- La inflación mantiene la tendencia a la baja, aunque los riesgos siguen siendo divergentes.
- Los bancos centrales mantienen sus políticas dependientes de los datos.

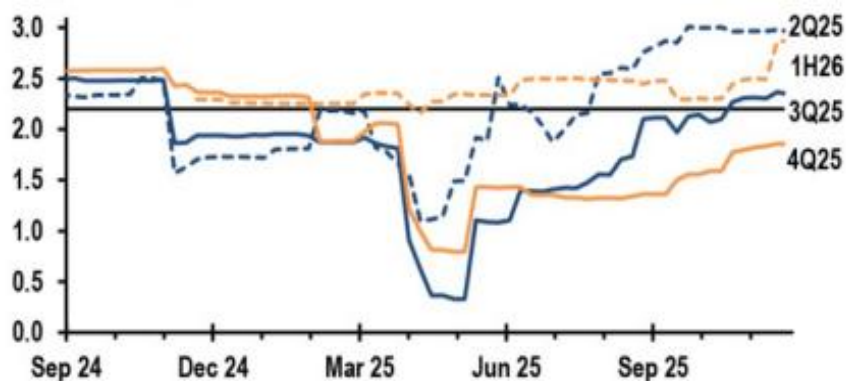
### Clave 1: Crecimiento estable

A pesar de las tensiones geopolíticas y las fricciones comerciales, el PIB en 2025 ha resistido. En 2026 los vientos en contra se han moderado, la incertidumbre provocada por las medidas introducidas por Trump, tanto arancelarias, como de control de la inmigración, han disminuido y se espera que el crecimiento económico mundial pueda acelerarse a medida que avance el año.

Además, de cara al primer semestre de 2026, se espera que el crecimiento del PIB mundial se vea impulsado por una política monetaria y fiscal más flexibles. Los factores positivos de 2025, como la buena situación financiera de empresas y hogares, la elevada liquidez y el aumento de la inversión en inteligencia artificial, probablemente continuarán apoyando el crecimiento, junto con unos menores tipos de interés en las principales economías.

#### Global: Expectativas de crecimiento

Fuente: JP Morgan





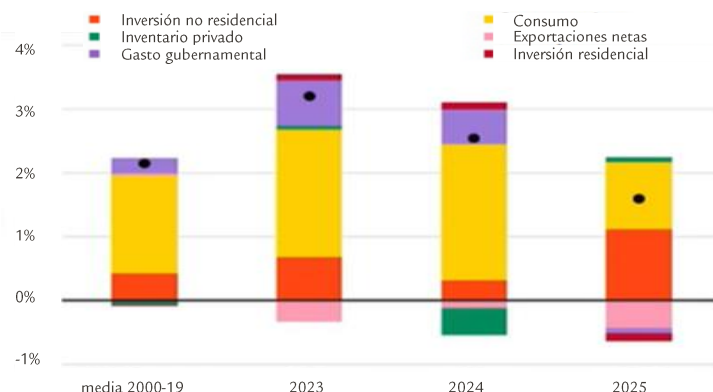
## El crecimiento estadounidense se mantuvo en 2025 impulsado por la Inteligencia Artificial

En Estados Unidos, en 2025 el crecimiento económico se ha visto respaldado por condiciones financieras más favorables, con mercados estables y políticas monetarias algo más flexibles, lo que ha impulsado la inversión pese a la debilidad inmobiliaria.

La contribución positiva de la inversión en infraestructura de Inteligencia Artificial ha representado una parte significativa del crecimiento del PIB estadounidense en 2025, de hecho, ha superado el impacto de las tensiones comerciales y ha compensado la mayor debilidad del consumo.

### EE.UU.: PIB detalle por componentes

Fuente: BlackRock Investment Institute



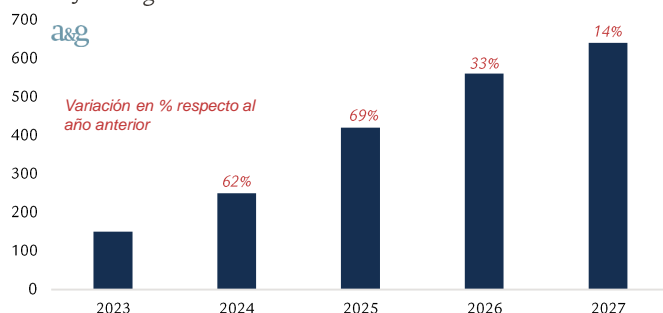
## En 2026 al dinamismo de la IA se sumará el impacto de la ley presupuestaria de Trump

Los beneficios económicos de la Inteligencia Artificial se espera que sigan creciendo en 2026. Las previsiones apuntan a un fuerte aumento del gasto en centros de datos, semiconductores e infraestructura asociada a IA durante los próximos años. Si bien la productividad comienza a mostrar signos de mejora, se espera que el impulso al crecimiento a corto plazo dependa mucho más de la inversión que de un aumento generalizado de la productividad en toda la economía.

Otro factor que se espera que impulse el crecimiento es el estímulo fiscal asociado al paquete de medidas conocido como “One Big Beautiful Bill Act” (OBBA por sus siglas en inglés), que incluye la extensión de los recortes impositivos de 2017, así como la introducción de nuevas rebajas fiscales. Si bien la nueva ley proporciona un estímulo considerable tanto a consumidores como a empresas, los efectos de las deducciones de impuestos sobre los consumidores se espera que comiencen a materializarse a partir de febrero, traducándose en un aumento de la renta disponible. El mayor impacto sobre el consumo se concentra en la primera mitad de 2026. En este contexto, las declaraciones del secretario del Tesoro, Scott Bessent, apuntan a unos reembolsos fiscales del orden de entre \$100.000M y \$150.000M durante el 1T de 2026.

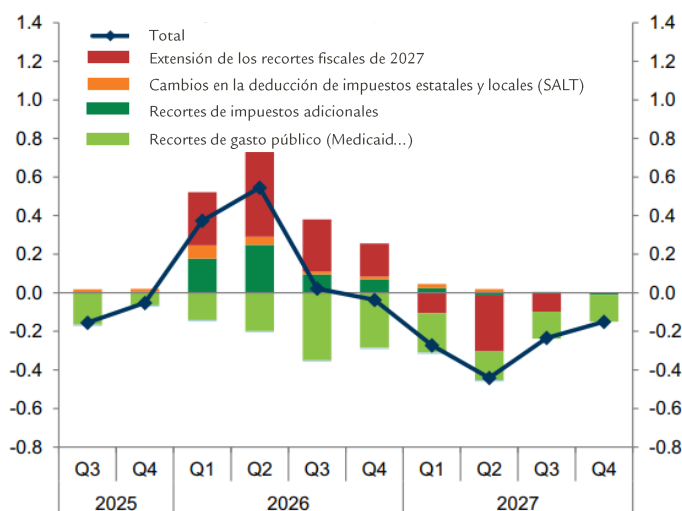
### EE. UU.: Inversión en infraestructura de IA (miles de millones \$)

Fuente: JP Morgan



### EE.UU.: Impacto de la OBBA en el consumo

Fuente: Goldman Sachs



## La evolución del mercado laboral, principal riesgo a la baja

El mercado laboral se ha moderado en 2025 y el ritmo de creación de empleo se ha desacelerado de forma significativa desde 2021. La creación de empleo público es negativa, mientras que la del sector privado sigue siendo muy débil. No obstante, este menor dinamismo no ha venido acompañado de un aumento sostenido de los despidos, lo que sugiere un entorno caracterizado por baja contratación y bajos despidos, más que por un deterioro abrupto del mercado laboral.

Además, la moderación de los salarios está contribuyendo a una normalización gradual de la inflación. Sin embargo, el aumento de la tasa de desempleo hasta el 4,6%, impulsado principalmente por los nuevos entrantes y los reentrantes al mercado laboral, introduce un riesgo al alza, especialmente en un contexto de fuerte caída de la inmigración, que debería limitar el crecimiento de la oferta laboral.

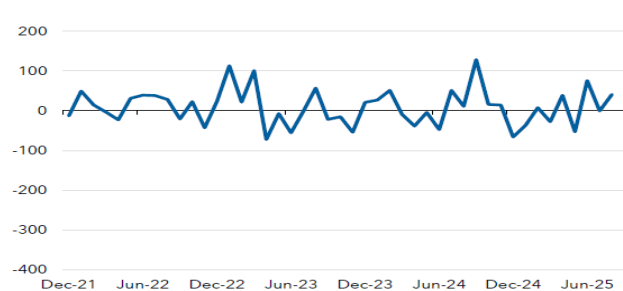
### EE.UU.: Creación de empleo

Fuente: Elaboración propia



### EE.UU.: Despidos privados (media móvil 3 meses)

Fuente: JP Morgan

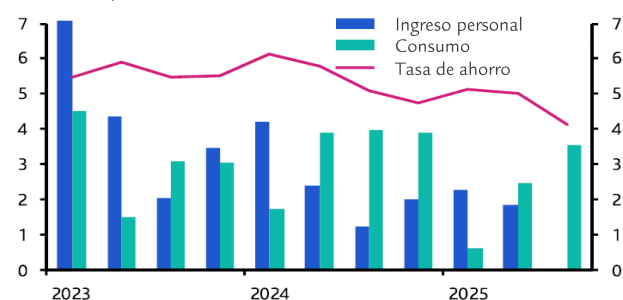


## Aunque el consumo en su conjunto sigue resistiendo

El consumo se mantiene pese a la desaceleración de los ingresos laborales, gracias al efecto riqueza y la caída del ahorro, ya que las ganancias en el precio de las acciones y de la vivienda son superiores al 10%. Esto hace que el gasto proceda cada vez en mayor medida de los hogares con ingresos medios y altos, y en menor grado de aquellos con las rentas más bajas. Esto se conoce como economía en forma de K. El consumo se mantiene, aunque de forma desigual, pese a un mercado laboral más débil.

### EE.UU.: Ingreso pers. disponible, consumo y ahorro

Fuente: Capital Economics

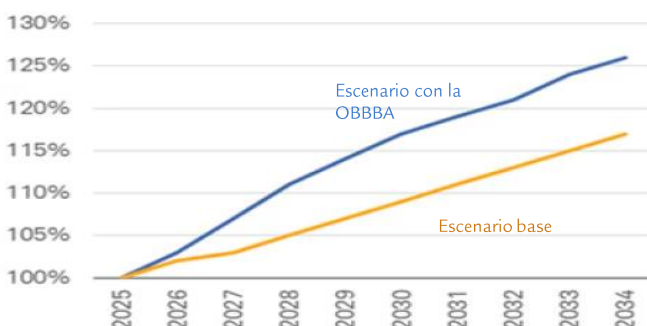


## Junto a otros riesgos mitigados

- Respecto a los aranceles, si bien suponen un riesgo, el punto álgido de la incertidumbre arancelaria parece haber quedado atrás. Se espera que se mantengan en niveles elevados incluso si el Tribunal Supremo los declara ilegales, ya que Trump tiene herramientas para establecer nuevos aranceles especificando sector y producto.
- El impulso fiscal de la ley OBBBA viene acompañado de un fuerte incremento del Déficit Fiscal y de la deuda. Las estimaciones de la Oficina Presupuestaria del Gobierno apuntan a un fuerte incremento de la deuda federal como porcentaje del PIB mucho más pronunciado durante la próxima década.

### EE.UU.: Impacto de la OBBBA en la deuda (% del PIB)

Fuente: Oficina Presupuestaria del Gobierno

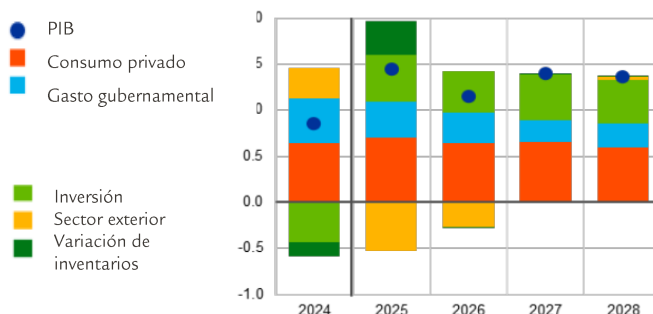


## En la zona Euro la economía ha dado señales de resiliencia

La economía europea ha mostrado señales de una cierta fortaleza en 2025, ya que ha mantenido su expansión durante lo peor de la guerra comercial e incluso ha superado las expectativas en el 3T de 2025. De cara al futuro, el punto álgido de la incertidumbre arancelaria podría haber quedado atrás, y el impacto retardado de los recortes de tipos podría comenzar a impulsar la actividad económica.

### Zona Euro: Detalle de PIB

Fuente: BCE

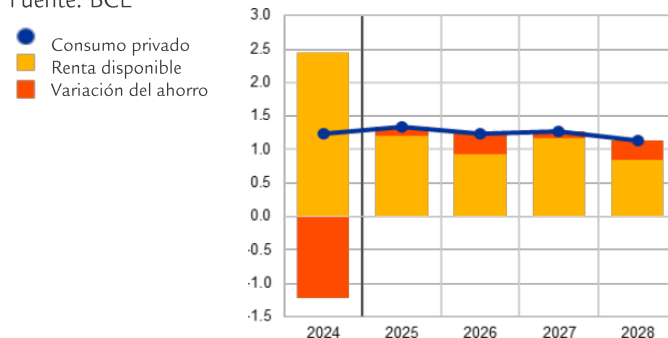


## En 2026 se espera que el consumo privado se mantenga...

Por orden de relevancia, se espera que el consumo privado sea el principal motor del crecimiento en los próximos años. Tras una mejora en el 3T, se espera que siga creciendo impulsado por el aumento de la renta real disponible y la resiliencia del mercado laboral, unido a un crecimiento del consumo que se sitúe de nuevo en torno a su promedio histórico entre 2026 y 2028, a medida que la recuperación gradual de la confianza de los consumidores dé paso a una disminución de la tasa de ahorro de los hogares.

### Zona Euro: Consumo privado

Fuente: BCE

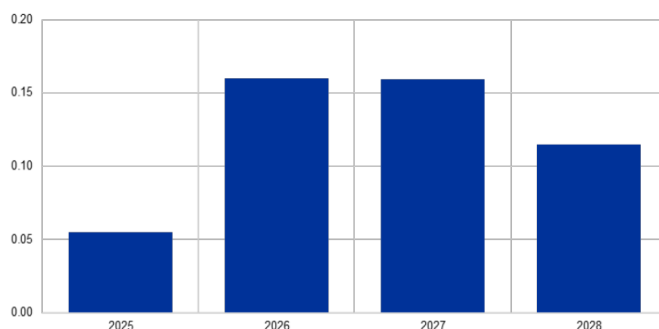


## ...y los estímulos fiscales contribuyan positivamente...

Tras un ligero endurecimiento del déficit presupuestario de la zona Euro en 2025, se espera un aumento significativo para el 2026 y 2027 debido al plan de estímulo alemán y el incremento del gasto en defensa. En este sentido, el reciente lanzamiento del “Germany Fund” de €130.000M, mayor que lo estimado, y con mayores niveles de garantías estatales, ofrece un abanico más interesante de posibles inversiones finales, incluida la defensa. No obstante, el impacto total al crecimiento de la zona Euro es muy limitado.

### Zona Euro: Impacto aumento del gasto en el PIB (%)

Fuente: BCE



## ...aunque el sector exterior y la situación política suponen un riesgo al crecimiento

A medio plazo, el panorama sigue condicionado por políticas comerciales adversas, presión competitiva, especialmente de Asia, y la fortaleza del euro, que limita la mejora de la competitividad y provoca pérdidas adicionales de cuota de mercado, con lo que se espera que las exportaciones sigan siendo débiles en términos históricos y que el sector exterior reste al crecimiento.

Además, el riesgo político se ha incrementado. A la crisis política en Francia se suma la debilidad del gobierno de coalición en Alemania, con divergencias internas y con un margen de votos muy escaso sobre la oposición.



## Los mercados emergentes han seguido creciendo

Los mercados emergentes, especialmente en Asia, siguen impulsando el crecimiento global, con países como India, Indonesia y Corea destacando como motores clave del impulso económico. Además, con un dólar más débil y, como resultado de ello, unos menores costes de importación, los bancos centrales tendrían mayor margen de maniobra para reducir tipos.

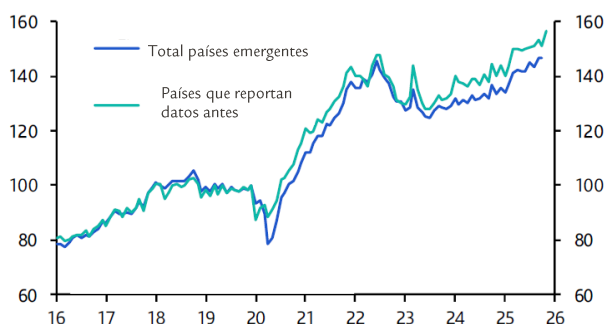
## Las exportaciones se han incrementado pese a los aranceles...

A pesar de todo el ruido alrededor de las políticas arancelarias, la realidad es que el impacto en los mercados emergentes ha sido limitado. Las exportaciones se han incrementado y se espera que mantengan la tendencia al alza el año que viene.

El desglose por países de las importaciones de productos tecnológicos estadounidenses muestra que el incremento de las exportaciones de otras regiones ha compensado con creces la fuerte contracción de las exportaciones chinas. Además, el comercio entre economías emergentes ha ido en aumento, reflejo de que hay una mayor demanda de estos países, dado que son ahora economías más ricas y que cuentan con una mayor clase media.

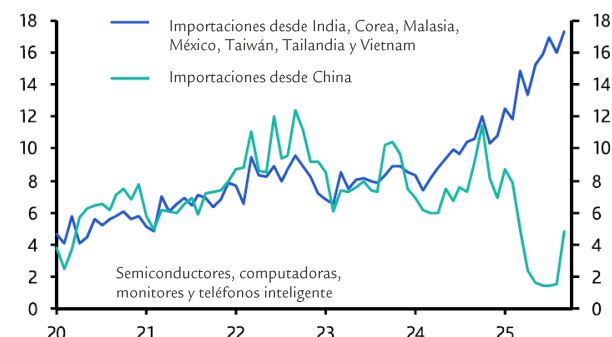
### Emergentes: Exportaciones (en \$mm)

Fuente: Capital Economics



### Emergentes: Variación de importaciones EE. UU.

Fuente: Capital Economics



## ... lo que ha mejorado las previsiones de crecimiento en Asia

En Asia, las perspectivas económicas han mejorado recientemente. La fuerte demanda de productos relacionados con la inteligencia artificial esperamos que siga impulsando las exportaciones de países productores de tecnología como Corea, Taiwan y Vietnam y compensando el impacto de los aranceles de Estados Unidos. Esperamos que China continúe beneficiándose del apoyo fiscal, que seguirá siendo significativo e incluye medidas destinadas a reforzar el consumo, mientras las exportaciones mantienen una trayectoria de crecimiento. Además, a medida que el sector inmobiliario continúa reduciendo su peso dentro de la economía, su impacto negativo sobre el crecimiento será cada vez menor.

### Emergentes: PMI Manufacturero

Fuente: Capital Economics



### China: Crecimiento por sectores

Fuente: Capital Economics



## Clave 2: Inflación – Los riesgos siguen divergiendo

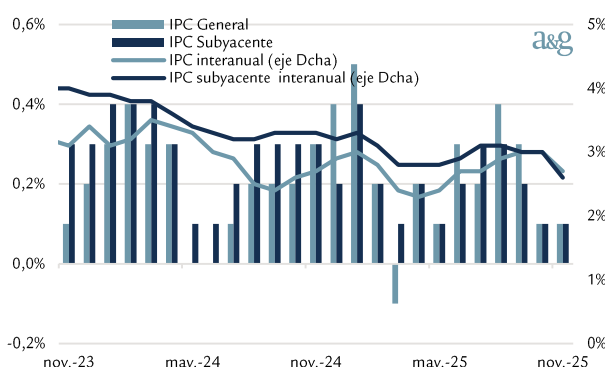
### En Estados Unidos seguimos viendo riesgo al alza por efecto de los aranceles

La inflación en Estados Unidos se desaceleró en noviembre, el IPC cedió hasta el 2,7% interanual debido a la fuerte caída de las tasas intermensuales tanto del IPC general como del subyacente, que apenas aumentaron un 0,1%, muy por debajo del promedio de 0,3% de los tres meses anteriores. La debilidad fue inusualmente generalizada, con incrementos muy débiles tanto en los precios de los bienes como de los servicios. No obstante, el cierre del gobierno, y el hecho de que la recopilación de los datos comenzara casi a mitad del mes noviembre ha hecho que el mercado acogiera los datos con algo de cautela.

Además, los indicadores adelantados de diciembre apuntan a que las presiones inflacionarias parecen haberse intensificado a medida que el impacto inicial de los aranceles en los bienes se extiende cada vez más a los precios de los servicios, que se incrementaron hasta su nivel más alto en poco más de tres años.

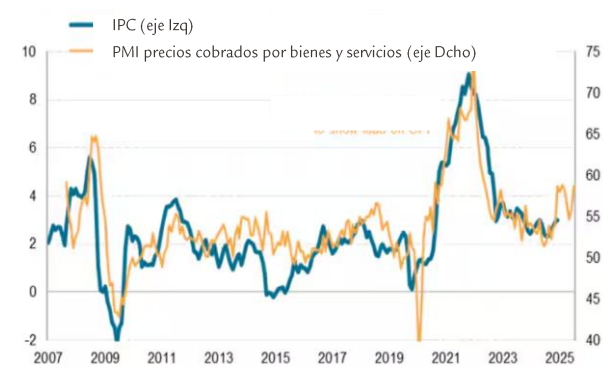
#### EE. UU.: IPC e IPC subyacente

Fuente: Elaboración propia



#### EE. UU.: IPC vs Comp. de precios del PMI

Fuente: S&P Global



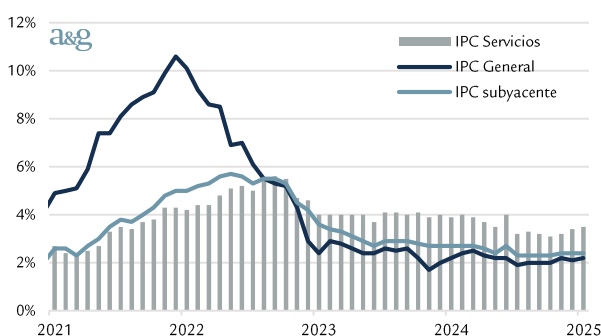
### En la zona Euro la inflación se espera que se mantenga en torno al objetivo del BCE

La inflación de la zona Euro se mantiene en torno al 2% interanual, si bien, el IPC subyacente todavía se sitúa ligeramente por encima en el 2,4% impulsado por la inflación de los servicios. No obstante, el reciente repunte de los precios de los servicios obedece principalmente a componentes volátiles, como los paquetes vacacionales.

Para 2026, se espera que la inflación siga cediendo terreno, debido principalmente a los efectos de los precios de la energía, que se espera que sigan contribuyendo negativamente y a medida que se vayan reduciendo los incrementos salariales. Además, los indicadores adelantados no dan señales de incrementos de precios y apuntan a una inflación consistente con el objetivo del BCE del 2%.

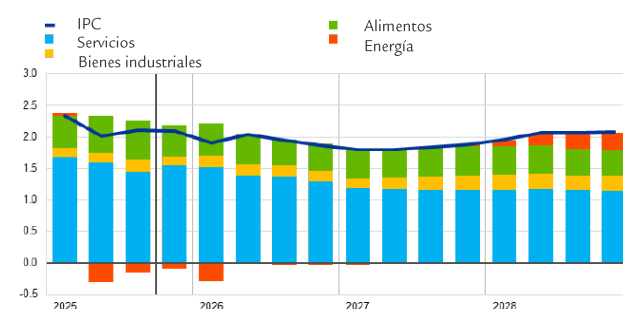
#### Zona Euro: IPC e IPC subyacente

Fuente: Elaboración propia



#### Zona Euro: IPC con proyecciones del BCE

Fuente: BCE



### Y en los países emergentes sigue cediendo terreno, aunque con fuertes divergencias por países

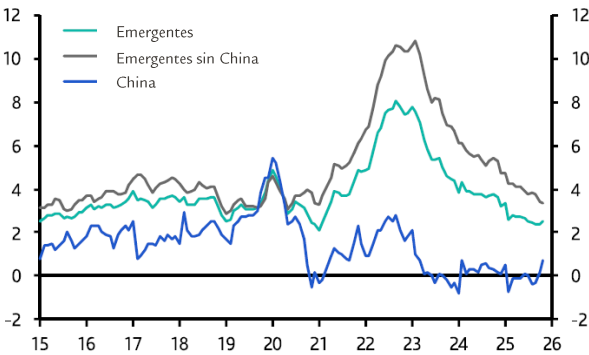
La inflación agregada en los países emergentes ha descendido de forma significativa, convergiendo hacia niveles históricamente bajos, aunque persisten diferencias relevantes entre China y el resto de economías emergentes.

Las diferencias entre la inflación estimada para 2026 y el objetivo de inflación de los bancos centrales muestra las divergencias entre países. Mientras que en Europa y América Latina las presiones inflacionarias podrían resultar más persistentes, en algunas economías de Asia y sobre todo en China, la inflación se mantendría claramente por debajo del objetivo, reflejando una demanda interna más débil y menores presiones de precios.

Además, la bajada de los precios de las materias primas suele ser un factor de inflación más importante en los mercados emergentes que en los desarrollados. Una dinámica más moderada de los precios de las materias primas contribuye a mantener los precios en los mercados emergentes relativamente bajos.

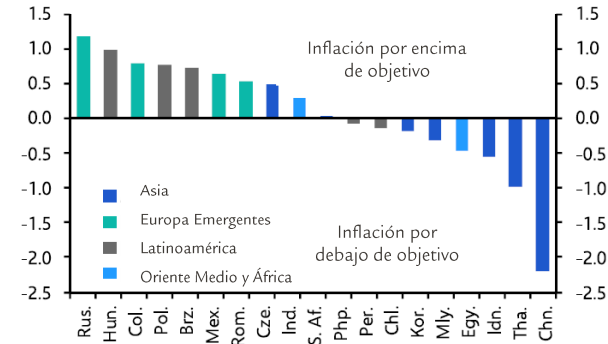
#### Emergentes: IPC

Fuente: Capital Economics



#### Emergentes: Inflación, diferencia entre estimaciones y objetivo 2026

Fuente: Capital Economics





## Clave 3: Política monetaria: los bancos centrales pendientes de los datos

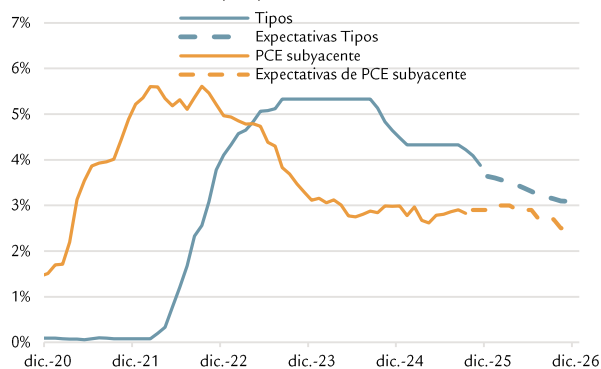
### La Fed pendiente de la designación del nuevo Presidente

La Fed en su reunión de diciembre recortó los tipos 25pb, tal y como descontaba el mercado, y Powell en su conferencia de prensa tuvo un tono más suave de lo esperado. Además anunció que reanudará las compras de letras del Tesoro por importe de \$40.000M al mes para mantener el nivel de reservas, que consideran que ha disminuido a niveles considerables. Si bien dio por terminados los recortes por riesgo de desaceleración de la economía, descartó posibles subidas de tipos y dejó la puerta abierta a posibles futuras bajadas en función de la evolución de los datos.

Aunque los inversores anticipan dos bajadas de tipos adicionales para 2026, la incertidumbre es elevada. Por un lado, existe una fuerte división entre los miembros de la Fed. El resumen de proyecciones económicas muestra que aún espera otro recorte de tipos de interés el próximo año, pero el rango de proyecciones es inusualmente amplio. Por otro lado, las perspectivas de la política monetaria de la Reserva Federal el próximo año dependerán también del nuevo presidente de la Reserva Federal, designado por Trump. No obstante, el hecho de que la Fed haya renovado por unanimidad en diciembre el mandato de once de los doce presidentes de los bancos regionales que vencían en febrero ha reforzado su autonomía.

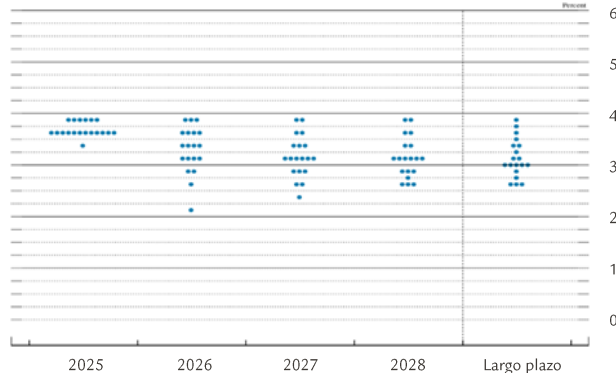
#### EEUU: Tipos & PCE subyacente con expectativas

Fuente: Elaboración propia



#### EE.UU.: Proyecciones de tipos de la Fed

Fuente: Ned Davis

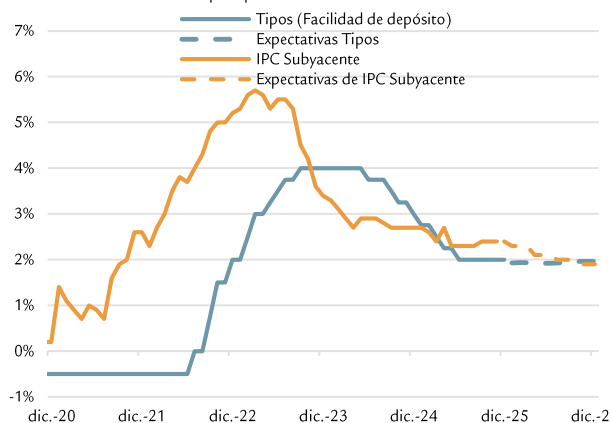


### El BCE da por finalizado el ciclo de bajadas de tipos

En la Zona Euro, el BCE mantuvo los tipos sin cambios tal y como esperaba el mercado. El tono de la rueda de prensa fue bastante optimista en cuanto a las perspectivas económicas, ya que se revisaron al alza las de crecimiento e inflación, aunque Lagarde siguió insistiendo en la elevada incertidumbre y no dio indicaciones respecto a las futuras decisiones sobre los tipos de interés. Respecto a la inflación, Lagarde reconoció que hay riesgos a la baja derivados de la apreciación del euro y del aumento de la competencia de las importaciones chinas, pero también reiteró el riesgo al alza por la política fiscal prevista para 2026, que apunta a una orientación más expansiva.

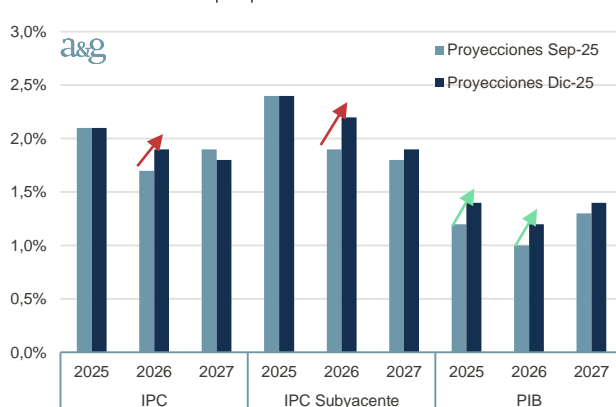
#### Zona Euro: Tipos & IPC sub. con expectativas

Fuente: Elaboración propia



#### Zona Euro: Proyecciones del BCE

Fuente: Elaboración propia





Fuente: OpenAI

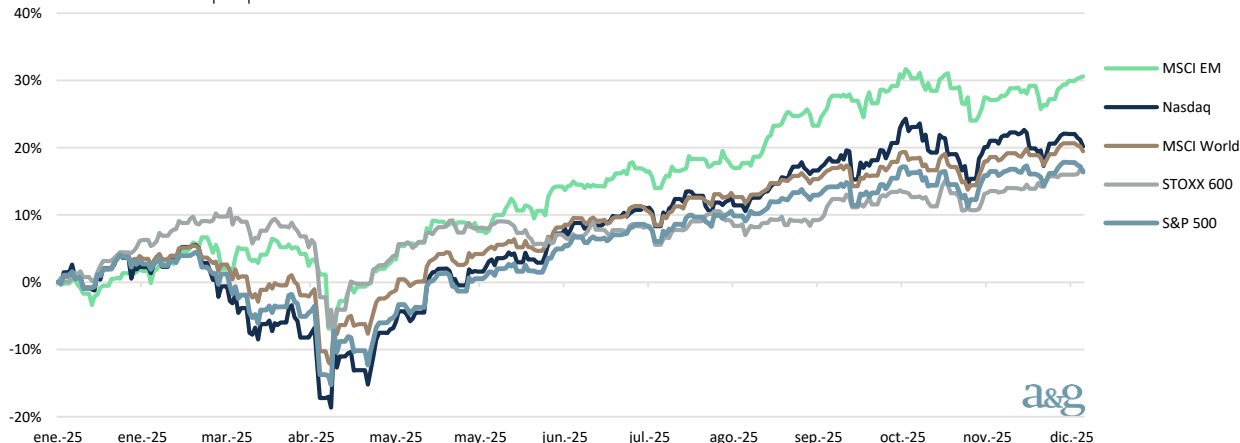
## 5. Renta Variable

- Seguimos positivos en renta variable, con unas estimaciones de beneficios que se siguen revisando al alza y un entorno macro favorable que apunta a un crecimiento sostenido.
- Con Estados Unidos beneficiándose de una mayor amplitud en los beneficios y el impulso adicional de la política monetaria y fiscal.
- En Europa esperamos una cierta mejoría, pero con riesgos a la baja por la competencia china y la fortaleza del euro.
- Los mercados emergentes se espera que mantengan el buen comportamiento relativo, impulsados por las estimaciones al alza de los beneficios y el mayor peso del sector tecnológico.

Los mercados financieros globales han cerrado el año 2025 con fuertes avances, liderados por los países emergentes y con los índices estadounidenses en niveles cercanos a sus recientes nuevos máximos históricos y con la volatilidad contenida. Todo ello gracias a una moderación de la incertidumbre, una inflación que se ha mantenido relativamente controlada, alejando los temores a un fuerte repunte por efecto de los aranceles, y una elevada inversión en capital, muy concentrado en la inteligencia artificial. En el resto del mundo, el optimismo también ha prevalecido, con los mercados europeos registrando sus mejores rendimientos en los últimos años.

### Comportamiento en el año

Fuente: Elaboración propia

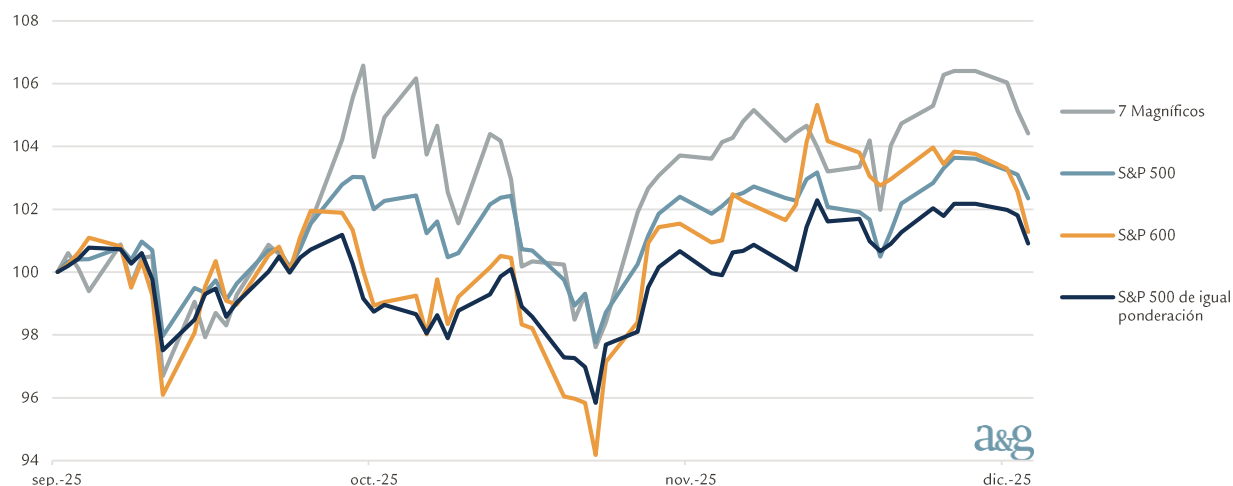


## Los valores rezagados repuntan en el último trimestre...

Si bien el auge de la inversión en Inteligencia Artificial ha sido el motor principal de los beneficios en el año, en el último trimestre, los demás valores recuperaron terreno gracias a un crecimiento resiliente, los vientos fiscales favorables previstos, y algunas dudas en torno a determinados valores tecnológicos. El S&P 500 de igual ponderación y el S&P 600 de mediana y pequeña capitalización, que habían quedado rezagados, subieron con fuerza tras las caídas de noviembre. Pese a ello, los 7 Magníficos han seguido liderando las subidas en el trimestre.

### EE.UU.: Evolución de los principales índices 4T2025

Fuente: Elaboración propia



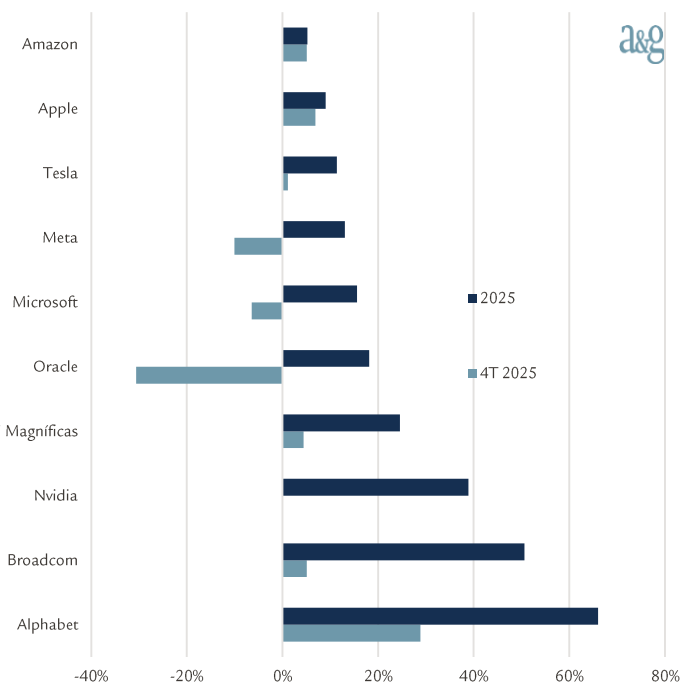
## ...con fuertes divergencias en los valores ligados a la IA

En el cuarto trimestre, hemos visto un aumento de la dispersión de los retornos de las megacaps tecnológicas. Pese a que los beneficios de las empresas relacionadas con la IA han seguido creciendo, el mercado se ha vuelto más selectivo, castigando las noticias negativas que afectan a estas compañías. Las 7 Magníficas: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla, representan alrededor del 40% de la capitalización bursátil del S&P 500, con lo que cualquier evento en algunas de ellas impacta significativamente al índice.

Si bien, esto se acentuó en el último trimestre. En el Nasdaq uno de cada tres valores cerraron el año a la baja pese a que el índice subió un 20,4%.

### Evolución trimestral y en el año de las megacaps

Fuente: Elaboración propia





## Por regiones esperamos que Estados Unidos siga liderando el mercado

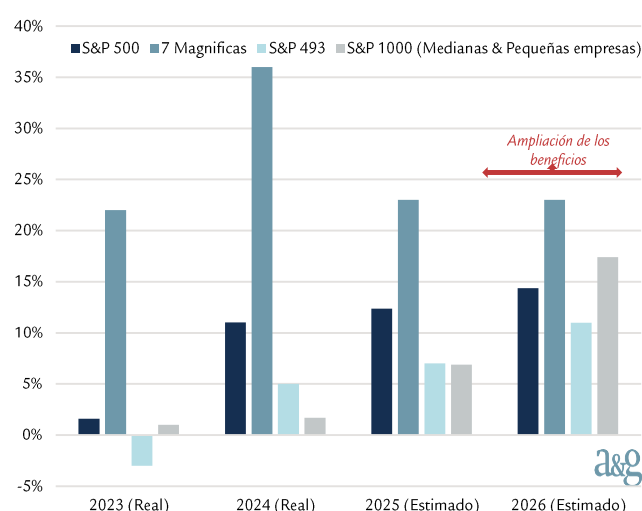
A pesar de las fuertes rentabilidades absolutas y relativas de los últimos tres años, esperamos que Estados Unidos siga liderando la renta variable en 2026, apoyados principalmente en el crecimiento de los beneficios empresariales en un entorno de crecimiento económico estable, con recortes adicionales de tipos por parte de la Fed, el viento de cola de la política fiscal y el potencial de mejoras de eficiencia impulsadas por la Inteligencia Artificial. Si bien, es cierto que persisten riesgos de una mayor volatilidad en los valores tecnológicos y una inflación que podría ser más persistente de lo esperado.

## Impulsado por una mayor amplitud de los beneficios empresariales...

Tras unos años en los que el crecimiento de beneficios estuvo claramente dominado por las 7 Magníficas, que crecieron a tasas muy superiores al resto del mercado, en 2026 el consenso espera que esa ventaja se diluya progresivamente, de modo que el diferencial de beneficios se estreche. Aunque las 7 Magníficas siguen creciendo, su ritmo se va moderando, mientras que el crecimiento de beneficios del resto del índice S&P 500 y las medianas y pequeñas compañías se acelera de forma significativa. Esto apunta a un escenario de mayor amplitud del crecimiento de beneficios, en el que la contribución a los resultados corporativos se reparte de manera más equilibrada entre sectores y tamaños de compañías.

### Beneficios estimados principales índices

Fuente: Elaboración propia con datos de Goldman Sachs



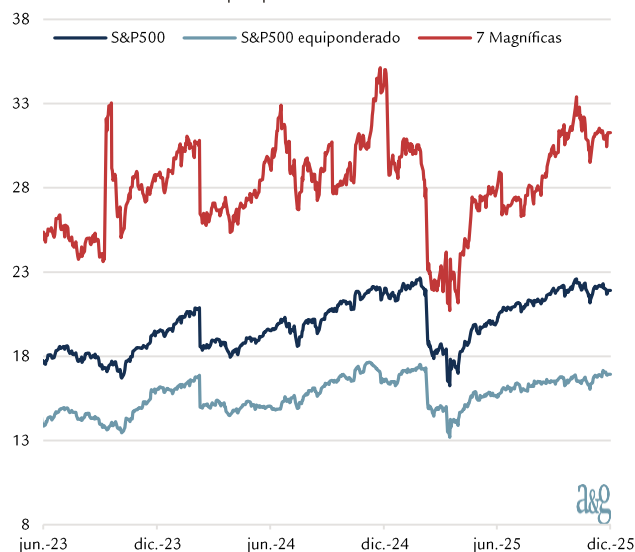
## ...aunque las valoraciones están en niveles elevados...

Las valoraciones en Estados Unidos siguen estando en niveles elevados. Si bien creemos que esto se justifica por los atractivos factores estructurales y la relativa solidez de las ganancias, el detalle de las mismas muestra una elevada divergencia.

Las 7 Magníficas cotizan con una prima significativa frente al resto del mercado, reflejando las elevadas expectativas de crecimiento que el mercado descuenta para estas compañías. Esta prima de valoración ha sido el principal factor que ha impulsado el aumento del PER agregado del S&P 500 en los últimos años. Por el contrario, el S&P 500 equiponderado presenta valoraciones significativamente más contenidas y estables, lo que pone de manifiesto que la mayor parte de las compañías del índice no ha experimentado una expansión de múltiplos comparable a la de las grandes tecnológicas.

### PER del S&P500, 7 Magníficas y resto de acciones

Fuente: Elaboración propia



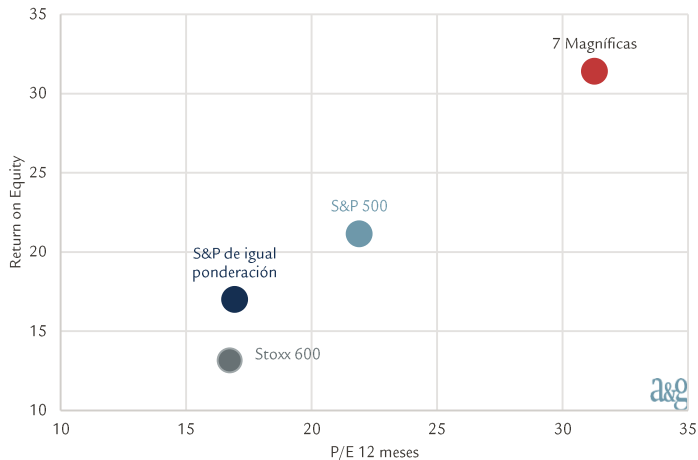
## ...están respaldadas por mayores retornos

Si bien las valoraciones son más elevadas, creemos que están justificadas por unos retornos sobre el capital (ROE) también más elevados.

Las 7 Magníficas cotizan con múltiplos mucho más altos que el resto de compañías del S&P 500, pero estas compañías tienen también unos mayores retornos sobre el capital, lo que puede justificar en parte esas valoraciones más altas, ya que los inversores están comprando crecimiento y rentabilidad superior. De igual modo, el hecho de que S&P 500 de igual ponderación tenga una valoración menor que el S&P 500 apunta a que este último está sesgado al alza por el peso de las grandes tecnológicas.

### Rentabilidad sobre el capital

Fuente: Elaboración propia



## Además, la política monetaria de la Fed supone un impulso adicional

Y es que históricamente, el primer año tras el inicio de un ciclo de recortes, después de una pausa prolongada, suele ser positivo para la renta variable. Aunque la reacción inmediata del mercado puede ser mixta en los primeros meses, a 12 meses la renta variable tiende a comportarse positivamente. En concreto, en seis de los siete episodios históricos analizados, el S&P 500 registró subidas significativas, con una rentabilidad media de en torno al 15%.

### S&P500: Evolución del índice tras el primer recorte de tipos de la Fed

Fuente: Ned Davis

Fecha del recorte	S&P500	252 días antes (%)	189 días antes (%)	126 días antes (%)	63 días antes (%)	63 días después (%)	126 días después (%)	189 días después (%)	252 días después (%)
19/01/1976	98,32	38,32	12,71	6,36	10,65	3,17	6,07	2,57	5,50
22/11/1976	102,59	14,59	0,55	3,17	0,62	-2,05	-4,33	-4,84	-7,15
20/07/1982	111,54	-13,09	-6,25	-3,82	-3,38	22,58	31,53	43,21	46,99
07/03/1986	225,57	25,66	18,06	20,45	10,64	8,91	11,04	12,18	28,86
13/07/2002	367,31	10,69	3,35	8,05	6,67	-19,56	-14,18	3,56	3,52
25/06/2003	923,76	-17,44	-14,48	-13,91	2,02	-10,18	1,04	5,83	14,54
25/06/2003	975,32	-0,08	19,04	8,69	12,11	3,49	12,38	13,73	16,31
17/09/2025	6.600,35	17,32	9,07	17,56	10,32				
Media	-	9,50	5,26	5,82	6,21	0,91	6,22	10,89	15,51
Mediana	-	12,64	6,21	7,21	8,50	3,17	6,07	5,83	14,54

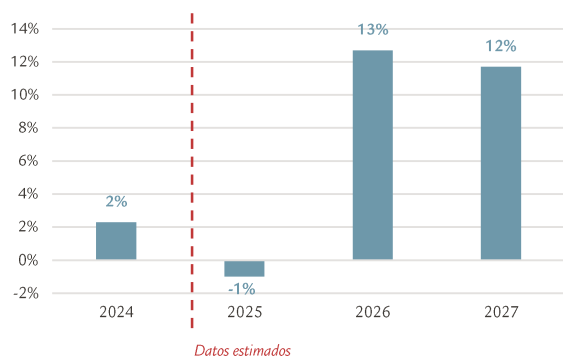
## En Europa esperamos una cierta mejora de los beneficios...

La renta variable europea sigue sin sorprender en términos de beneficios empresariales. Para 2026, las perspectivas apuntan a una posible mejora de los mismos, impulsada por una relativa mejora del crecimiento, que se ha mantenido pese al efecto negativo de los aranceles y una mayor fortaleza del euro.

Tras una revisión a la baja de las estimaciones de beneficios para 2025, estas se han incrementado con fuerza para 2026 y 2027. No obstante, en los últimos años tras comenzar el año en niveles elevados, se han revisado recurrentemente a la baja conforme avanza el ejercicio. En este contexto, las estimaciones actuales para 2026 parten de un crecimiento del 13%, que previsiblemente podría moderarse hacia niveles más cercanos al promedio histórico, en torno al 3,6%, siguiendo el comportamiento observado en años anteriores.

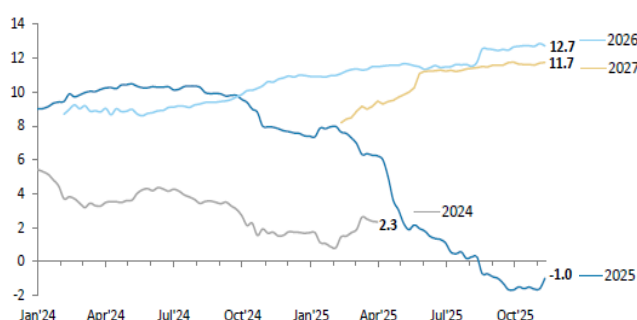
### Stoxx 600: beneficios

Fuente: Elaboración propia con datos de Goldman Sachs



### Stoxx 600: Evolución de las estimaciones de beneficios

Fuente: Goldman Sachs

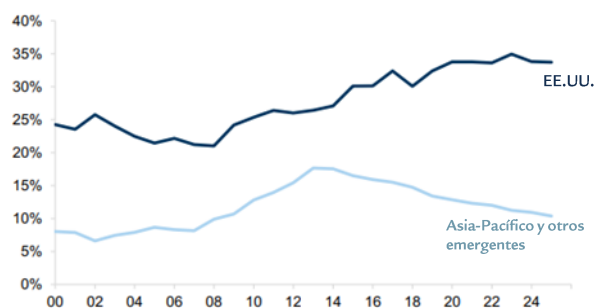


## ...pero con riesgos a la baja por los aranceles y la fortaleza del euro

Las compañías europeas son cada vez más multinacionales, y no solo exportadoras. En la actualidad, cerca del 30% de los activos de las empresas del Stoxx 600 se localizan en Estados Unidos, una proporción que ha aumentado de forma significativa en los últimos años. Esta mayor presencia en EE. UU. reduce parcialmente el impacto directo de los aranceles, al realizarse una parte relevante de la actividad de forma local. No obstante, también incrementa la exposición al riesgo de divisa, ya que los beneficios generados en dólares pueden traducirse en menores retornos en euros cuando la moneda europea se aprecia. En este contexto, las empresas europeas con mayor porcentaje de activos en EE. UU. han sufrido mayores revisiones negativas de beneficios. Por el contrario, las compañías con un perfil más doméstico muestran beneficios significativamente más resilientes, al estar menos expuestas a las fluctuaciones del tipo de cambio.

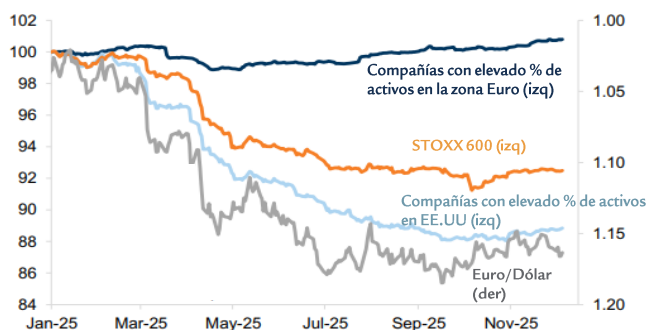
### Stoxx 600: % de activos en Asia-Pacífico y otros emergentes

Fuente: Goldman Sachs



### Stoxx 600: Estimaciones de beneficios vs €/Dólar

Fuente: Goldman Sachs



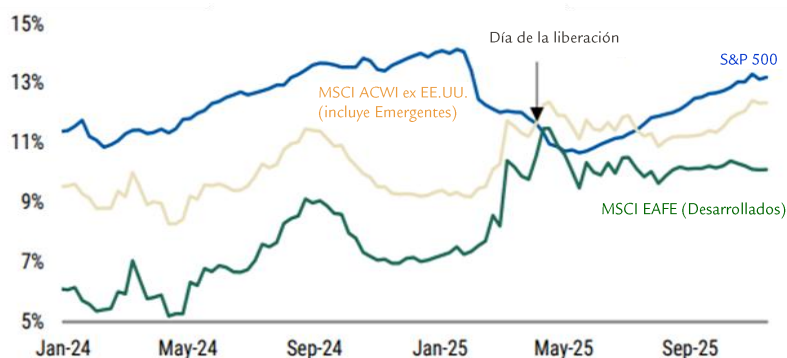
## El argumento de inversión para los mercados emergentes sigue siendo atractivo

Los mercados emergentes, han superado a los de EE. UU. y Europa este año. Este buen comportamiento refleja su creciente atractivo. Muchas economías emergentes continúan creciendo a un ritmo más rápido que sus contrapartes desarrolladas. Al diferencial de crecimiento económico, liderado por los países asiáticos, se ha sumado la depreciación del dólar y el creciente peso del sector tecnológico.

Para 2026 esperamos que este impulso se mantenga, apoyándose en los beneficios empresariales, que se siguen revisando al alza. Además, destaca que los beneficios de los mercados globales excluyendo Estados Unidos, es decir, los de las economías desarrolladas junto a las emergentes, son superiores a los que presentan sólo los mercados desarrollados, donde, la recuperación de beneficios fuera de EE. UU. es más gradual.

### Estimaciones de beneficios a 12 meses

Fuente: Morgan Stanley



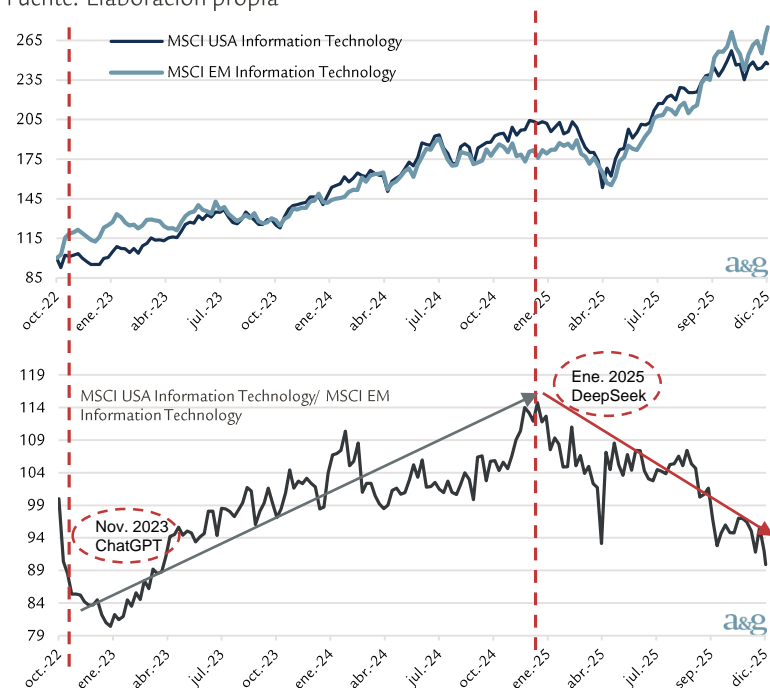
## Impulsado por el creciente peso del sector tecnológico...

La región asiática y en concreto su sector tecnológico ha impulsado gran parte de las ganancias en 2025. La demanda se mantiene fuerte y las valoraciones razonables en relación con el rápido crecimiento de las ganancias. La competencia estratégica entre Estados Unidos y China, si bien genera incertidumbre, también impulsa la continua inversión en manufacturas y tecnologías de alta gama, lo que crea oportunidades de inversión para las empresas asiáticas. La reciente mejora relativa de la rentabilidad de los valores tecnológicos de los mercados emergentes frente a los estadounidenses ha quedado reflejada en el fuerte incremento del sector tecnológico dentro del MSCI Emerging Markets hasta niveles en torno al 30%.

En este sentido, el lanzamiento de DeepSeek propició una importante recuperación de estos mercados. El detalle del gráfico muestra la evolución del sector de Tecnología de la Información en Estados Unidos frente al de Mercados Emergentes con dos tendencias diferentes. Una se inició en Noviembre de 2022 tras el lanzamiento de ChatGPT, que actuó como catalizador para el sector tecnológico estadounidense, que lideró los avances frente al de los mercados emergentes. La segunda, más moderada, parece haberse iniciado en enero de 2025 con el lanzamiento del modelo de IA de DeepSeek. Tras el anuncio, el sector tecnológico emergente recuperó terreno frente al estadounidense.

### Sector Tecnológico del MSCI US & MSCI Emerging Markets

Fuente: Elaboración propia



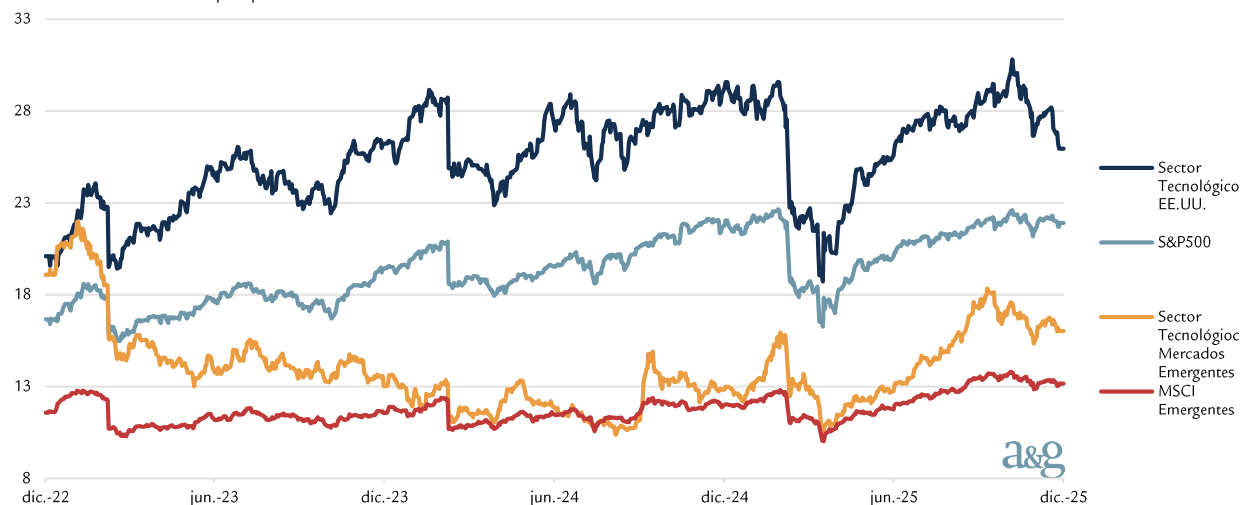


## ...que cotiza a unas valoraciones razonables

Pese al reciente buen desempeño del sector tecnológico de los países emergentes, las valoraciones se mantienen razonables en relación con su potencial de crecimiento. Aunque han aumentado desde principios de año, los diferenciales de valoración entre los mercados estadounidenses y los emergentes siguen siendo amplios. Además el PER del índice MSCI de Mercados Emergentes continúa cotizando muy por debajo de del S&P 500, reflejando tanto un mayor escepticismo del mercado, como una menor concentración en los grandes valores tecnológicos. Esta brecha de valoración proporciona un colchón frente a posibles riesgos a la baja y refuerza el atractivo relativo de los mercados emergentes desde una perspectiva de diversificación y valoración.

### PER a 12 meses por índice

Fuente: Elaboración propia





Fuente: OpenAI

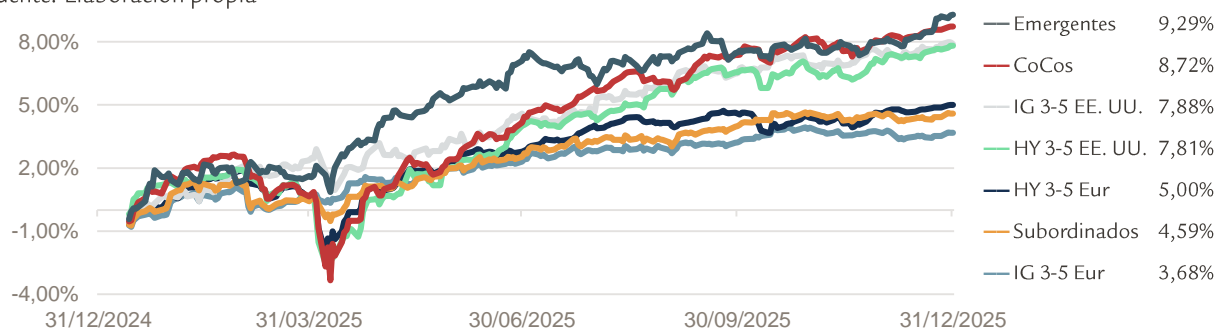
## 6. Renta Fija

- Esperamos mayor rentabilidad del mercado de renta fija frente al monetario.
- La renta fija muestra resiliencia y razonable rendimiento por devengo actual (“carry”).
- Aumenta la presión en los tramos más largos de las curvas soberanas por los elevados niveles de deuda.
- Continúa el apetito del mercado por primarios y deuda de las grandes tecnológicas.
- Activos de riesgo: Mantenemos nuestra preferencia por la deuda subordinada frente a la de alta rentabilidad (“high yield”).

Indudablemente la renta fija ha representado un pilar para nuestras carteras durante 2025, especialmente las conservadoras, y nuestra previsión es que siga siendo así en 2026. Para aquellos inversores con mayor apetito por el riesgo, seguimos prefiriendo deuda subordinada de emisores de calidad sobre los bonos de alta rentabilidad, principalmente por su mayor liquidez. Adicionalmente, el Banco Central Europeo en una de sus últimas comunicaciones proponía acabar con la clase de subordinado con mayor rentabilidad, los AT1 bancarios como hasta ahora estaban definidos, planteando que sean capaces de absorber mayores pérdidas y así tener un comportamiento más asimilable a las acciones. Esto es algo positivo para las emisiones vigentes, al eliminar posibles riesgos de extensión, ya que son bonos que no tienen vencimiento definido, sino fechas en las que pueden ser amortizados y permitir que coticen con cierta prima al ganar un peldaño en la prelación de crédito.

### Rentabilidades índices de renta fija, base 31/12/2024

Fuente: Elaboración propia



## El mercado se mantiene fuerte...

Si diferenciamos por tipología de emisor, en deuda soberana, los tramos más largos se han visto castigados ante las dudas por el aumento de los niveles de endeudamiento de las economías y el cambio en las políticas de los fondos de pensiones europeos, que les llevan a reducir duración en sus carteras, añadiendo presión vendedora en esa parte de la curva. Es por la suma de estos motivos por lo que preferimos situarnos en los tramos medios, al mostrar una mejor relación de rentabilidad y riesgo.

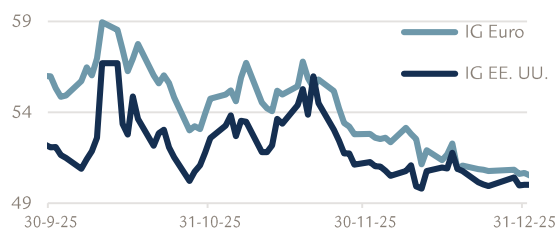
Respecto a los mercados de deuda corporativa, sigue habiendo mucho apetito ante nuevas emisiones. Muchas de estas provienen de las principales compañías tecnológicas vinculadas a la IA. Sólo en EE. UU. el tamaño de las emisiones aumentaron 145 miles de millones de dólares este año, hasta un récord de 220 miles de millones de dólares en 2025, esto es, la misma cantidad que se emitió combinando 2022, 2023 y 2024. Estos bonos no se emiten únicamente en dólares, sino que estas compañías han recurrido a otras vías, como los mercados europeos, donde emiten en euros para reducir sus costes de financiación aprovechando tipos más bajos. Lejos de preocuparnos, esto respalda nuestra tesis de inversión respecto a los mercados de deuda. Los inversores siguen viendo valor en la deuda corporativa de calidad, respaldada por los balances sólidos de las compañías y por su capacidad de generar caja.

## ...superando las dudas que se plantearon

No obstante, mientras que el mercado de deuda corporativa estrechaba diferenciales de manera modesta, algunos emisores eran castigados. Destaca principalmente Oracle, donde su CDS, es decir, el seguro que pagan los inversores que quieren cubrirse ante un evento de crédito de la compañía, repuntaba hasta niveles no vistos desde la Gran Crisis Financiera en 2008. Esto no es más que el mercado percibiendo que este hiperescalador puede verse en problemas generados por su aumento de inversión empresarial. Sin embargo, la compañía sigue siendo rentable y agencias de rating como S&P la mantienen en BBB, es decir, grado de inversión. Además, este movimiento en el CDS no ha contagiado a otros emisores, ni es algo idiosincrático del sector tecnológico que pueda trasladarse desde el mercado de renta fija a los mercados de renta variable.

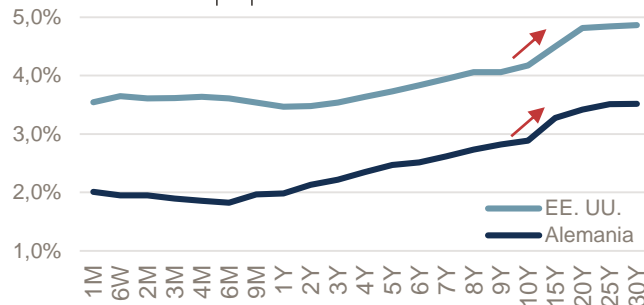
### Diferenciales mercados de deuda IG

Fuente: Elaboración propia



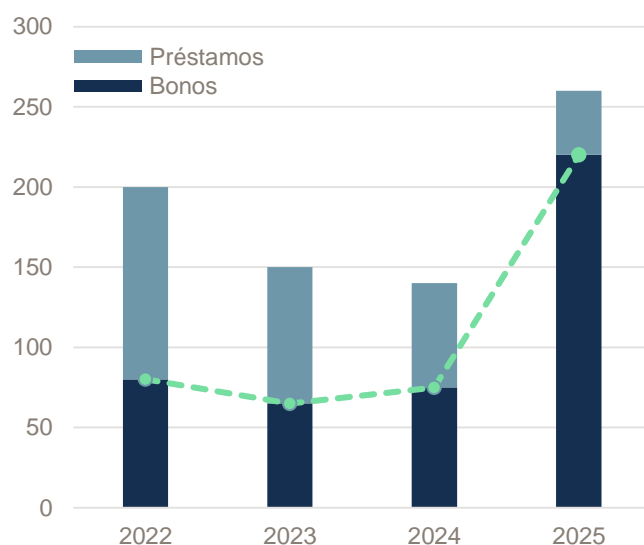
### Deuda soberana: curvas Alemania y EE. UU.

Fuente: Elaboración propia



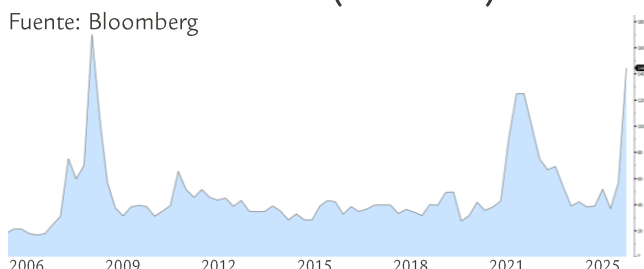
### Deuda corporativa: volumen de nuevas emisiones

Fuente: Elaboración propia



### Oracle: evolución del CDS (2006-2025)

Fuente: Bloomberg

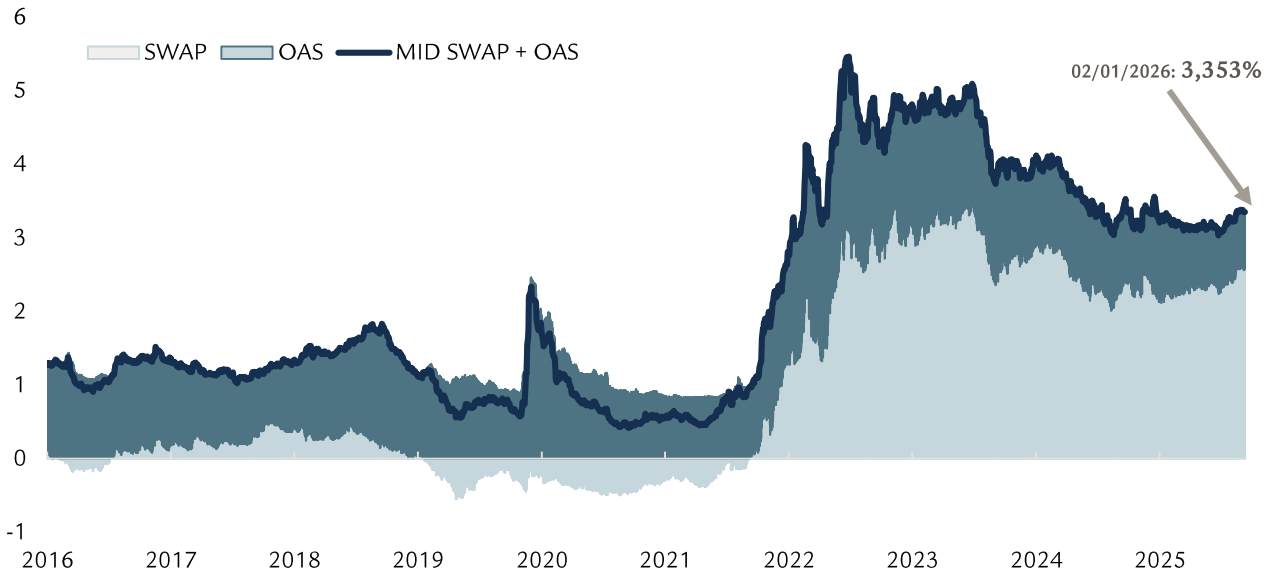


## Seguimos encontrando oportunidades

En este contexto, la rentabilidad de la cartera vendrá principalmente del rendimiento por devengo (“carry”), más que por estrechamientos en los diferenciales, a los que ya vemos poco recorrido. En cualquier caso, obtendríamos rentabilidades superiores al mercado monetario y a la inflación, aún con posicionamientos en renta fija más defensivos y que también consideramos interesantes a la hora de preservar el capital, de forma que se pueda rotar hacia opciones más agresivas a medida que aparezcan oportunidades en el mercado.

### Rentabilidad esperada en Grado de Inversión

Fuente: Elaboración propia



Como ejemplo, **mediante la toma de exposición a crédito de calidad**, a través de una cartera con estructura: 40% gobiernos, 40% deuda senior grado de inversión y 20% en subordinados, **podemos valorar los escenarios proyectados**. A 12 meses, si los diferenciales de crédito amplían y los datos macroeconómicos no sugieren bajadas de tipos de interés, incluso llegando a subidas de tipos por una inflación al alza (**escenarios marcados en rojo**), obtendríamos rentabilidades de entre el 1,5% y el 3%. De igual forma, si el Banco Central Europeo decide mantener el ciclo de recorte de tipos (**escenario marcado en azul**), la cartera se vería beneficiada aumentando su rentabilidad, aun con repuntes en los diferenciales de crédito, obteniendo rentabilidades en torno al 4%, con una calificación crediticia de emisión A y emisor A+.

### Análisis de sensibilidad cartera crédito y gobiernos

Fuente: Elaboración propia a 02/01/2026

		Tipos de interés								
		Bajada en tipos de interés				Subida en tipos de interés				
		-75	-50	-25	0	25	50	75		
Diferenciales de crédito	-75	6,4%	5,5%	4,7%	3,9%	3,0%	2,2%	1,3%	Reducción del diferencial	Aumento del diferencial
	-50	6,2%	5,3%	4,5%	3,6%	2,8%	2,0%	1,1%		
	-25	6,0%	5,1%	4,3%	3,4%	2,6%	1,8%	0,9%		
	0	5,7%	4,9%	4,1%	3,22%	2,4%	1,5%	0,7%		
	25	5,5%	4,7%	3,8%	3,0%	2,2%	1,3%	0,5%		
	50	5,3%	4,5%	3,6%	2,8%	1,9%	1,1%	0,3%		
	75	5,1%	4,2%	3,4%	2,6%	1,7%	0,9%	0,1%		





Fuente: OpenAI

## 7.1 Divisas

### Riesgos equilibrados para el dólar en 2026

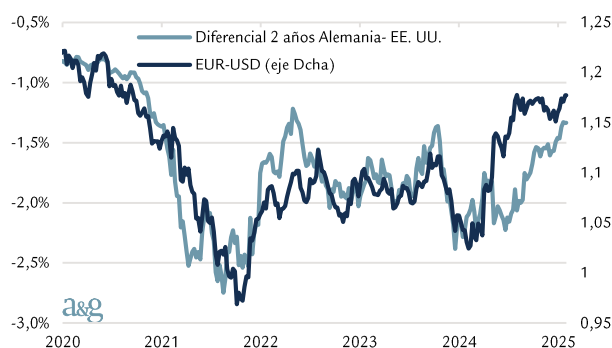
Tras la fuerte depreciación del dólar en 2025, las perspectivas para 2026 son mixtas. Por un lado, la economía estadounidense sigue mostrando un crecimiento relativamente sólido. Algunos de los factores que habían lastrado la actividad comienzan a ceder y se espera que la política fiscal aporte un impulso adicional. Además, el dólar continúa beneficiándose de fuertes flujos de entrada. A su condición de activo refugio se suman la fuerte demanda de activos de renta variable estadounidense, que han repuntado con fuerza en los últimos meses, hasta situarse en los niveles más altos de los últimos cinco años.

Por otro lado, existen factores que limitan el potencial del dólar. El elevado déficit fiscal, que previsiblemente seguirá aumentando en un entorno de niveles de deuda ya elevados, supone un riesgo estructural. Asimismo, un posible enfriamiento del mercado laboral podría dar lugar a recortes adicionales de tipos de interés, lo que reduciría el diferencial de política monetaria y el atractivo relativo del dólar a medio plazo.

El hecho de que los riesgos estén compensados en ambas direcciones nos lleva a mantener una posición neutral en el dólar.

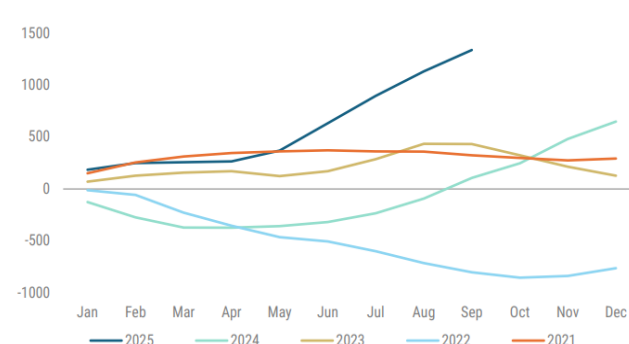
#### Diferencial de la deuda a 2 años vs Euro/Dólar

Fuente: Elaboración propia



#### Demanda extranjera de acciones estadounidenses

Fuente: Morgan Stanley





Fuente: OpenAI

## 7.2 Materias Primas

### El oro se beneficia de las bajadas de tipos y se fortalece como activo refugio

La subida del precio del oro se aceleró en 2025 hasta cerrar por encima de los 4.300\$/onza. Esto ha ido acompañado de una fuerte caída del precio del petróleo, con lo que la cantidad de barriles de petróleo que se pueden comprar con una onza de oro están en máximos históricos. Entre los principales factores que están detrás de las subidas, destacan la alta demanda de los bancos centrales y de los inversores en ETFs. Por un lado, los Bancos Centrales han estado realizando elevadas compras de oro con el fin de diversificar sus reservas y cubrir riesgos geopolíticos y de sanciones. Los de los mercados emergentes son los mayores compradores y tienen mucho margen para comprar, ya que mantienen todavía una posición infraponderada. Además, a esto se suman las fuertes compras en ETFs, que habían sido vendedores netos de oro entre 2022 y 2024. Los nuevos recortes de tipos por parte de la Fed redujeron el coste de oportunidad de mantener oro y llevaron a los inversores en ETFs a competir por una cantidad limitada de lingotes con los bancos centrales.

En este entorno seguimos positivos en el oro dado que a estos factores se suma un entorno global todavía incierto en el que persisten las dudas sobre los aranceles estadounidenses, los niveles de deuda en los países desarrollados son cada vez más elevados y las políticas fiscales expansivas amenazan con agravar estos desequilibrios de deuda.

#### Evolución del precio del oro

Fuente: Elaboración propia



#### Nº de barriles de petróleo por onza de oro

Fuente: Elaboración propia



## 8. Posicionamiento

Damos la bienvenida al 2026 con el **ciclo económico global avanzando a un ritmo moderado** y con ciertas divergencias entre las áreas geográficas. **En Estados Unidos, el crecimiento se mantiene relativamente sólido** gracias al apoyo fiscal y la inversión empresarial, la inflación continúa normalizándose y la Reserva Federal mantendrá una política monetaria acomodaticia para apoyar el empleo y el consumo. **En la zona euro, el crecimiento seguirá siendo menor**, pero la combinación del impulso fiscal, tipos de interés bajos e inflación contenida, apoyará una recuperación gradual. Respecto a las **economías emergentes**, la baja inflación permitirá políticas monetarias laxas que incrementará el **diferencial de crecimiento respecto las economías desarrolladas**. Centrándonos en las distintas clases de activos, **seguimos considerando que el entorno es positivo para los activos de riesgo**, si bien se hace necesario ser selectivo. **Mantenemos una posición neutral en renta variable y una ligera sobreponderación en renta fija frente a la liquidez**. Para nosotros una posición neutral en renta variable implica mantener una exposición elevada, concretamente el 90% de nuestro teórico máximo. Buscaremos estrategias relativas entre regiones, estilos de inversión o sectores, en un **entorno que ofrece oportunidades para la gestión activa**.

Un ejemplo podrían ser las medianas y pequeñas compañías, que presentan valoraciones atractivas y mayor sensibilidad a tipos de interés bajos o sectores con menor ponderación en el índice como puede ser salud, financiero o defensa que ayudan a incrementar la diversificación dado el elevado peso de la tecnología en los mismos.

**La renta variable** seguimos considerando que ofrece un binomio rentabilidad-riesgo razonable. A pesar de sus exigentes valoraciones, **mantenemos nuestra preferencia por Estados Unidos**, con un mayor crecimiento de beneficios, mayor productividad y un entorno empresarial dinámico capaz de monetizar sus elevadas inversiones. En la **zona euro**, aunque mantenemos una exposición más reducida, seguimos estando cómodos invirtiendo con este diferencial de valoración, encontrando

**oportunidades en sectores defensivos que se benefician de un entorno de tipos bajos**. En **mercados emergentes**, continuamos nuestro proceso de inversión atraídos por su menor inflación, mayor crecimiento, políticas monetarias flexibles y **valoraciones atractivas**.

**En renta fija**, mantenemos nuestra moderada **sobreponderación con preferencia por el tramo medio de la curva**. **La renta fija corporativa sigue ofreciendo oportunidades**, especialmente en **emisores de alta calidad** que ofrecen buena rentabilidad ajustada al riesgo, apoyada en balances sólidos, generación de caja estable y un entorno financiero más favorable. Para los inversores con mayor tolerancia al riesgo, **seguimos prefiriendo bonos subordinados de compañías sólidas sobre la alta rentabilidad tradicional**.

Respecto las divisas, **mantenemos nuestra visión neutral sobre el dólar**, que seguirá siendo activo refugio en momentos de aversión al riesgo, aunque su potencial de apreciación parece limitado en el corto plazo. **Para inversores más estratégicos, creemos que es buen momento para ir tomando posiciones en el billete verde**. Así mismo, vemos **con relativo optimismo las divisas de países emergentes**, respaldadas por el diferencial de crecimiento, mejora de balances externos y la depreciación sufrida por el dólar.

En resumen, buscamos una cartera **selectiva en renta variable, combinada con renta fija corporativa de calidad y estabilizadores como el dólar y el oro para momentos de incertidumbre**. Nuestro objetivo es construir carteras flexibles y resilientes, capaces de adaptarse a un entorno que sigue ofreciendo tanto riesgos como oportunidades de inversión.



### Asset Allocation

- Neutrales en renta variable, con una inversión del 90% del máximo riesgo
- Sobreponderados en renta fija respecto la liquidez



### Posicionamiento Geográfico

- Positivos en Estados Unidos
- Neutrales en Europa
- Neutrales en mercados emergentes



### Estilos de Inversión

- Positivos en medianas y pequeñas compañías
- Neutrales en growth respecto a value
- Neutrales en cíclicas respecto a defensivas



## Renta Variable

### Positivos en Estados Unidos

Nos mantenemos optimistas con los índices americanos. Esperamos que Estados Unidos siga liderando la renta variable en 2026 a pesar de sus fuertes subidas absolutas y relativas en los últimos tres años. Este escenario se apoya principalmente en el **crecimiento sólido de los beneficios empresariales**, dentro de un contexto de **crecimiento económico estable**. A ello se suma el **viento de cola de la política fiscal y la expectativa de una política monetaria preocupada con el desempleo que puede provocar recortes adicionales de tipos por parte de la Reserva Federal**, lo que favorece las condiciones financieras y el atractivo de la de la renta variable. Además, la **Inteligencia Artificial** continúa impulsando mejoras de eficiencia y productividad, con un impacto positivo en márgenes y resultados empresariales. Tras varios años en los que el crecimiento estuvo dominado por las *7 Magníficas*, esperamos que en 2026 ese liderazgo se **diluya progresivamente**, con una aceleración del crecimiento de beneficios en el resto de las compañías que componen el principal índice americano y en las de mediana y pequeña capitalización, lo que apunta a una **mayor amplitud y sostenibilidad del ciclo de beneficios**.

Si bien las valoraciones en Estados Unidos siguen siendo elevadas, observamos una **importante divergencia interna**: las grandes tecnológicas cotizan con prima, aunque lejos de los excesos de finales de los años 90, mientras que el resto del mercado presenta valoraciones más moderadas. La menor brecha entre ambos grupos sugiere un liderazgo más equilibrado. Estas valoraciones se ven respaldadas por **retornos sobre el capital (ROE) muy superiores** a los de Europa y mercados emergentes. A pesar de sus valoraciones exigentes, **nuestra perspectiva positiva se basa en aspectos como su resiliencia económica, liderazgo global en innovación y una política monetaria en transición hacia tipos de interés más bajos**. La economía estadounidense está evitando la recesión gracias a su **elevada inversión empresarial y un mercado laboral que ha pesar de estar algo más debilitado permanece relativamente robusto y que cuenta con el apoyo de su Banco Central**, lo que ha sostenido unos beneficios corporativos con crecimientos en torno al doble dígito. Además, **sectores como inteligencia artificial, tecnología y energías limpias lideran el crecimiento global**, impulsados por empresas con balances sólidos y márgenes operativos elevados. Frente a un entorno global más incierto, la renta variable estadounidense **sigue ofreciendo una combinación atractiva de crecimiento, solidez y potencial de rentabilidad, especialmente en sectores tecnológicos y compañías de mediana capitalización**.

### Neutrales en Europa

Mantenemos la neutralidad en el viejo continente. Para 2026, **las perspectivas de beneficios en Europa apuntan a una posible mejora**, apoyada en un crecimiento económico que se ha mantenido relativamente sólido pese al impacto de los aranceles y fortaleza del euro. Tras las revisiones a la baja de las estimaciones de beneficios para 2025, **el consenso ha elevado de forma significativa las previsiones para 2026 y 2027, situándolas en torno al 12%**. Es una realidad que Europa está experimentando una mejora significativa respecto a los últimos años. **Su economía ha mostrado signos claros de recuperación, con menor inflación, estabilización en los precios de la energía y una política monetaria del BCE más acomodaticia**, lo que ha generado un aumento de la confianza tanto empresarial como del consumidor. Además, sectores rezagados como eléctricas, inmobiliario, industriales y consumo cíclico han comenzado a recuperarse, **apoyados por valoraciones con cierto descuento respecto a otras economías desarrolladas**, dividendos estables y cierto empuje fiscal que puede ser aún mayor si Alemania comienza a involucrarse definitivamente. Sin embargo, **persisten desafíos estructurales**, entre ellos su recurrente bajo crecimiento, la fragmentación política, una alta propensión al ahorro que se intenta corregir a través del SIU, y una menor exposición a sectores de alto crecimiento como tecnología e inteligencia artificial, donde EE.UU. mantiene el liderazgo. **Sin duda, hay oportunidades selectivas**



## Neutrales en Emergentes

Nos mantenemos neutrales en las economías emergentes. Nos centramos en la región asiática, por su potencial económico y peso en los mercados. Su mejora se basa en **señales claras de recuperación económica, estabilización y cierto descuento en las valoraciones respecto a los mercados desarrollados**. Después de años de desaceleración, especialmente en China, la reapertura económica post pandemia ha impulsado el **consumo interno y la inversión**. Además, las políticas gubernamentales han comenzado a flexibilizarse, con estímulos centrados en fomentar el consumo privado, reactivar sectores clave y **promover la innovación tecnológica**. La mejora en las relaciones comerciales y la diversificación de las cadenas de suministro también apoyan el crecimiento. Aunque persisten riesgos, como las tensiones geopolíticas y los desafíos regulatorios, la combinación de **valoraciones atractivas y un crecimiento más estable justifica un posicionamiento neutral**.

## Neutrales en crecimiento respecto a valor

Mantenemos nuestro posicionamiento neutral. Las compañías clasificadas dentro del estilo **crecimiento**, especialmente aquellas relacionadas con la tecnología e innovación, **mantienen un potencial atractivo impulsado por avances significativos en inteligencia artificial y digitalización**, pero presentan múltiples elevados y mayor sensibilidad a unos tipos de interés que no terminan de ceder en sus plazos largos. Por otro lado, las compañías clasificadas dentro del **estilo valor**, con fuerte presencia en sectores tradicionales como energía, finanzas e industria, **ofrecen estabilidad, flujos de caja sólidos y dividendos atractivos**, que podrían verse beneficiadas si viviéramos un entorno de mayor crecimiento económico acompañado con una subida de los precios de las materias primas. **Creemos que hay más oportunidades aprovechando la diversificación entre innovación y estabilidad sectorial que posicionándonos en un estilo de inversión concreto**.

## Positivos en medianas y pequeñas compañías respecto a grandes

Mantenemos nuestra perspectiva positiva sobre las medianas y pequeñas compañías. Nuestra tesis se basa en sus **valoraciones atractivas, mayor potencial de crecimiento, flexibilidad y una mayor exposición a los tipos de interés del tramo corto de la curva de tipos de interés**, que en un entorno de positividad de la misma les genera menores costes. Suelen ser más ágiles para adaptarse a cambios económicos y aprovechar nichos de mercados emergentes, lo que les permite crecer más rápido que las grandes compañías. Su **mayor exposición doméstica y posibilidad de movimientos corporativos** consideramos que también son factores a tener en cuenta.

## Neutrales en sectores defensivos respecto cíclicos

Nos mantenemos neutrales. Nuestra idea es **reflejar un equilibrio entre estabilidad y oportunidad de crecimiento**. Las compañías defensivas, como salud, servicios públicos y consumo básico, ofrecen ingresos estables y resistencia en entornos económicos inciertos o de desaceleración, protegiendo el capital ante volatilidad. Por otro lado, las compañías cíclicas, vinculadas a sectores como industria, consumo discrecional y energía, pueden beneficiarse de una recuperación económica y aumento de la demanda, ofreciendo potencial de crecimiento y mayores rentabilidades en fases de expansión, si bien están más expuestas a riesgos macroeconómicos y fluctuaciones de mercado. Dado que el panorama económico muestra señales mixtas entre estabilidad y posibilidad de crecimiento moderado, una visión **neutral permite diversificar riesgos y aprovechar las oportunidades de ambos estilos de inversión según evolucione el ciclo económico**.

## Renta Fija

### Neutrales en duración

Mantenemos la neutralidad, que para nosotros ésta en torno a los 3,5 años. En un entorno de positivización de las curvas de tipos de interés, es tentador optar por los plazos más largos al ofrecer mayores rentabilidades. Creemos que esa es la opción adecuada siempre y cuando **optemos por el tramo inferior a los 5 años** respecto a períodos más cortos, pero no iríamos más allá. Entendemos que los períodos más largos pueden encontrar dificultades en su demanda los próximos meses, por lo que esperaríamos a ver señales más claras o tipos más altos para entrar en ellos. Los elevados déficits estructurales están provocando cierta insensibilidad de los tramos largos de las curvas a la flexibilización de la política monetaria. Por ahora **nos sentimos cómodos manteniéndonos en el tramo medio de la curva europea, si bien es cierto que niveles por encima del 4,50% del bono americano a 10 años, pueden ser razonables para incrementar posición en Estados Unidos.**

### Neutrales en gobierno respecto al crédito de grado de inversión

Mejoramos la perspectiva del crédito con grado de inversión. Nos encontramos en un **buen entorno para los bonos privados, con los tipos de interés a la baja, beneficios empresariales estables y compañías bien financiadas**, que deben limitar los aumentos en las tasas de morosidad. Aunque los diferenciales de crédito están a unos niveles demasiado estrechos en un momento que los bonos gubernamentales ofrecen rentabilidades razonables, no vemos riesgos para que su posible incremento no sea compensando con el devengo de sus rendimientos superiores.

### Positivos en híbridos y AT1s respecto a la alta rentabilidad

Mantenemos nuestra preferencia en la subordinación respecto los bonos de alta rentabilidad. Aunque el viento de cola es positivo, **evitaríamos las compañías con peor calificación crediticia dado que ya se observan fuertes repuntes en los diferenciales de crédito de los eslabones más débiles**, y esperamos que esta presión se transmita progresivamente a las calificaciones más bajas. A estos niveles de diferenciales, y a pesar de su subordinación, **preferimos híbridos corporativos** de compañías sólidas, con buena calidad de balance y que gozan del grado de inversión como emisor. También **nos gustan los AT1s**, cuyo mercado primario y las amortizaciones a la primera llamada han vuelto a la normalidad, con buenos resultados de la banca, indicadores sólidos de solvencia y eficiencia, mejoras de los ratings crediticios y con cierto respaldo de los reguladores. Por estas razones, ambas clases son dos de nuestras posiciones principales en el mercado de renta fija.

## Divisas

### Neutrales en euro/dólar

Mantenemos la neutralidad en el par euro/dólar. Existen actualmente factores contrapuestos que generan incertidumbre en ambas divisas. A pesar que **estamos en plena etapa de desdolarización por parte de determinadas economías, la eurozona se enfrenta a un crecimiento económico moderado, lo que limita el potencial de apreciación de su divisa.** Por otro lado, la economía de Estados Unidos muestra señales mixtas: aunque hay indicios de cierta desaceleración, **la Reserva Federal** ha mantenido una política monetaria relativamente restrictiva para controlar la inflación, apoyando en cierta medida al dólar y aunque ahora nos enfrentamos a cierta flexibilización por parte de su Banco Central, **creemos que el mercado es demasiado optimista en sus estimaciones.** En este contexto, no hay una dirección clara para el euro/dólar, lo que justifica una postura neutral mientras se esperan señales más definidas que impulsen una tendencia clara en alguna dirección en cualquiera de las dos divisas. Los niveles actuales, cercanos a la media histórica del par, unido a que el dólar pueda volver a ser un activo alcista en momentos de riesgo actuando una vez más como moneda refugio y nuestro escepticismo sobre un fin radical del excepcionalismo americano, **nos invitan a tener cierta inclinación a ir acumulando dólares pensando en el medio plazo.**



Renta Variable



Renta Fija



Liquidez

Infraponderar    Neutral    Sobreponderar

**Cambio Clase de Activos**

=	Renta Variable			
=	Renta Fija			
=	Liquidez			
=	Renta Variable			
=	Europa			
=	USA			
=	Emergentes			
Relativos				
=	Europa / USA			
=	Desarrollados / Emergentes			
=	Growth / Value			
=	Large / Small and Mid Caps			
=	Cíclicos / Defensivos			
=	Renta Fija			
=	Duración			
Relativos				
▼	Gobiernos / Crédito		←	
=	Grado de Inversión / Alta rentabilidad			
Divisas				
=	USD			



[www.ayg.es](http://www.ayg.es)

El presente documento contiene exclusivamente información relativa a cifras y hechos del mercado. La presente documentación no propone, sugiere ni recomienda estrategias de inversión o tomas de decisión sobre valores o instrumentos financieros, no contiene valoraciones o juicios de valor sobre decisiones de inversión, ni constituye un informe de inversiones, un análisis financiero u otra forma de recomendación general relativa a operaciones sobre instrumentos financieros, su precio, su valor presente o futuro o a sus emisores, elaborada con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones. Queda prohibida su transmisión a terceros, copia o reproducción sin el consentimiento previo y expreso de A&G