



Mirando a través del humo

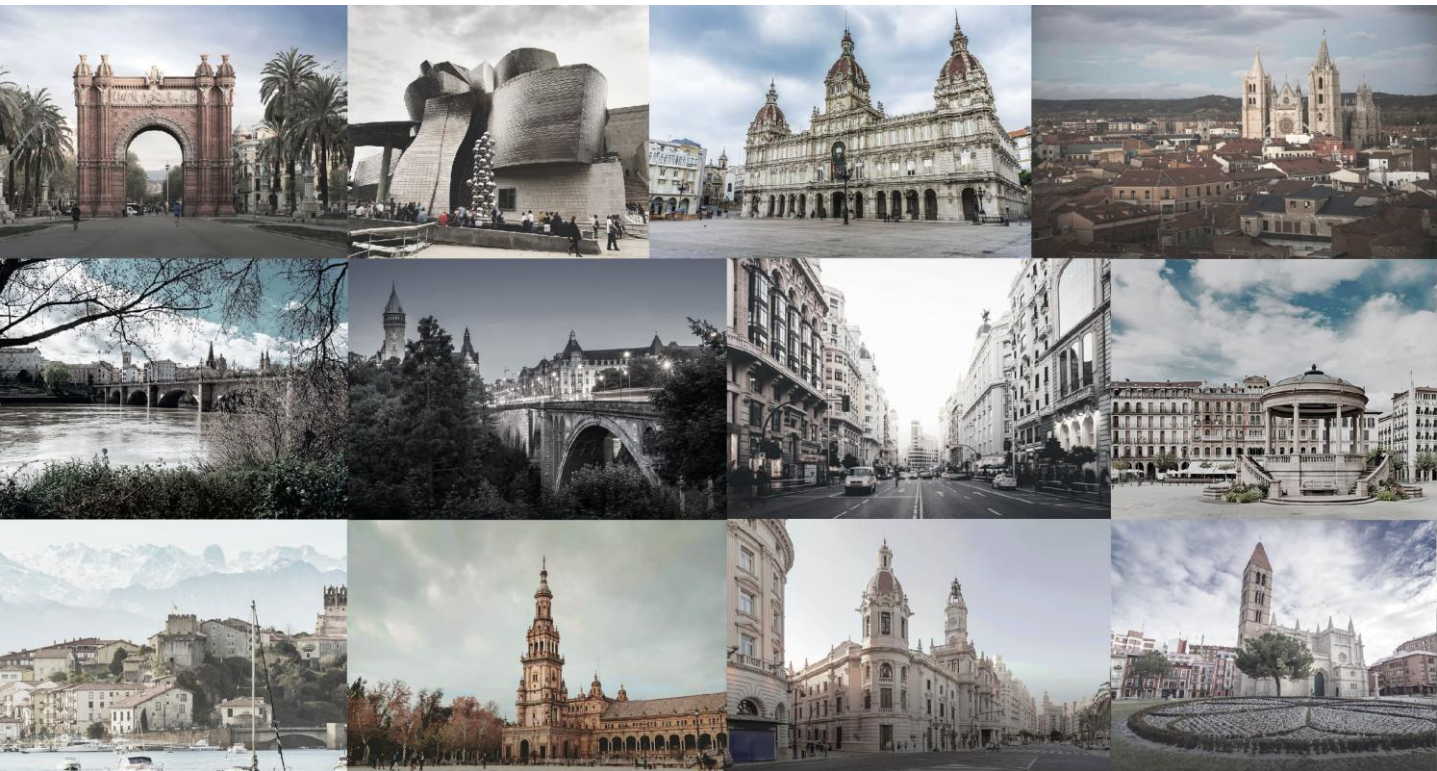
Estrategia 2T 2026

1 de abril de 2026

Soluciones de Inversión | solucionesdeinversion@ayg.es

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA



Índice

- 1 Estrategia 2T 2026: Mirando a través del humo
- 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 2T 2026

El ejercicio comenzó con un **foco muy claro en la inteligencia artificial y en su potencial disruptivo sobre distintos modelos de negocio**. En una primera fase, **el mercado puso el acento en las compañías de software, percibidas como las más expuestas a una posible disrupción acelerada**. Posteriormente, las dudas se extendieron a otros sectores, incluyendo el financiero, donde surgieron interrogantes sobre el alcance real de estos cambios tecnológicos y su impacto en áreas clave como la intermediación, el análisis de datos o determinados servicios especializados.

En paralelo a este debate estructural, el entorno macroeconómico continuaba siendo favorable para los activos de riesgo. **La denominada “triple flexibilización” —monetaria, fiscal y regulatoria— seguía proporcionando un soporte significativo a los mercados, en un contexto de crecimiento económico razonablemente sólido a nivel global.**

Sin embargo, **este equilibrio se vio abruptamente alterado por el estallido del conflicto con Irán**. En sus primeras fases, **el consenso del mercado apuntaba a un episodio de carácter contenido y de corta duración, bajo la premisa de que prevalecería una resolución racional**. Incluso diversos indicadores, como los movimientos tácticos sobre el terreno o la actividad logística en la región, parecían reforzar esa interpretación. No obstante, **la realidad ha sido distinta: el conflicto se ha prolongado más de lo inicialmente previsto, incrementando la incertidumbre y dificultando vislumbrar una salida clara que no implique concesiones significativas por alguna de las partes.**

Este cambio de escenario ha tenido un **impacto inmediato en las expectativas de mercado**. De forma particularmente notable, **se ha producido un ajuste extremadamente rápido en las previsiones de tipos de interés**. En Estados Unidos, **el consenso ha pasado en pocas semanas de anticipar bajadas a contemplar subidas adicionales**, reflejo de un entorno en el que las presiones inflacionistas vuelven a ganar protagonismo. En paralelo, la prima de riesgo geopolítico ha aumentado de forma significativa.

Las **implicaciones macroeconómicas** son claras: un **menor crecimiento y una mayor inflación** se perfilan como consecuencias inevitables, si bien con impactos heterogéneos por regiones y estrechamente ligados a su punto de partida. **Europa afronta este nuevo entorno desde una posición más débil, mientras que Estados Unidos presenta una mayor resiliencia relativa**. China, por su parte, **continúa contando con mayores márgenes de maniobra**, aunque no es ajena a las dinámicas globales.

En este contexto, también hemos observado distorsiones relevantes en el comportamiento de los activos financieros. Destaca, en particular, **la fuerte caída del oro**, un movimiento tan difícil de justificar desde una perspectiva estrictamente fundamental como lo fue su subida previa. Este comportamiento ha estado amplificado por importantes flujos de capital: inicialmente, **el oro actuó como refugio ante el aumento del riesgo geopolítico y el crecimiento de la deuda pública; posteriormente, en un entorno de tipos de interés reales al alza, los inversores han reducido exposición a un activo que carece de generación de flujos de caja.**

De cara a los próximos meses, consideramos que **la evolución del conflicto geopolítico y la trayectoria de la inflación serán determinantes para el comportamiento de los mercados**. En un entorno más complejo y volátil, la disciplina en la asignación de activos, la diversificación y una gestión activa del riesgo adquieren, si cabe, una mayor relevancia.

2. Panorama económico

Previsiones de consenso

	PIB						IPC			TIPOS DE REFERENCIA						
	2025		2026		2027		2025		2026	2027	2025		2026		2027	
	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual
Global	3,2%	3,2%	3,1%	3,0%	3,1%	3,1%	3,4%	3,4%	3,3%	3,6%	3,0%	3,3%				
EEUU	2,2%	2,2%	2,4%	2,3%	2,0%	2,0%	2,7%	2,7%	2,6%	3,0%	2,5%	2,5%	3,8%	3,8%	3,3%	3,4%
Zona Euro	1,5%	1,5%	1,2%	1,1%	1,5%	1,4%	2,1%	2,1%	1,8%	2,2%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,1%
Alemania	0,3%	0,3%	1,0%	1,0%	1,5%	1,4%	2,2%	2,2%	2,0%	2,2%	2,0%	2,1%				
Francia	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	0,9%	0,9%	1,2%	1,5%	1,6%	1,6%				
Italia	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,8%	1,7%	1,7%	1,4%	2,0%	1,8%	1,8%				
España	2,9%	2,9%	2,3%	2,3%	1,9%	2,0%	2,7%	2,7%	2,3%	2,4%	2,0%	2,0%				
Reino Unido	1,4%	1,4%	1,1%	1,0%	1,4%	1,3%	3,4%	3,4%	2,4%	2,6%	2,1%	2,3%	3,8%	3,8%	3,3%	3,3%
Canadá	1,7%	1,7%	1,2%	1,1%	1,8%	1,8%	2,1%	2,1%	2,1%	2,4%	2,0%	2,0%	2,3%	2,3%	2,3%	2,7%
Rusia	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	1,3%	1,3%	8,8%	8,8%	5,4%	5,7%	4,5%	4,5%	16,0%	16,0%	12,5%	12,6%
Brasil	2,3%	2,3%	1,8%	1,8%	2,0%	1,8%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%	15,0%	15,0%	12,3%	12,3%
Asia																
Japón	1,2%	1,2%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	3,2%	3,2%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	0,8%	0,8%	1,1%	1,1%
China	5,0%	5,0%	4,6%	4,6%	4,4%	4,4%	0,0%	0,0%	0,7%	0,9%	1,0%	1,0%	1,6%	1,6%	1,3%	1,4%
India	6,4%	6,4%	7,5%	7,5%	6,7%	6,9%	4,6%	4,6%	2,0%	2,1%	3,9%	4,1%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%

* Estimación del informe mensual de marzo 2026

3. Evolución por clases de activos

Precios a cierre del 31/03/2026

RENTA VARIABLE

Global	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2025	2024
BLOOMBERG World Large & Mid Caps € Hedge	1.988	-6,58%	-3,52%	-3,52%	16,25%	17,83%
MSCI All Countries EURHedge	4.329	-6,50%	-2,98%	-2,98%	16,87%	19,27%
BLOOMBERG World Large & Mid Caps EUR	2.133	-4,95%	-1,84%	-1,84%	6,11%	20,28%
MSCI All Countries EUR	365	-5,07%	-1,65%	-1,65%	6,33%	16,02%
SINTETICO BBG World Large&Mid 50€/50€Hedge	2.060	-5,76%	-2,68%	-2,68%	11,18%	19,06%
MSCI World EURHedge	290	-6,08%	-3,88%	-3,88%	15,20%	18,98%
MSCI World Growth	6.349	-6,75%	-8,60%	-8,60%	20,42%	35,95%
MSCI World Value	4.376	-6,37%	0,70%	0,70%	18,24%	8,67%
Europa	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2025	2024
Stoxx 600	583	-8,00%	-1,53%	-1,53%	16,66%	5,98%
EuroStoxx50	5.570	-9,26%	-3,83%	-3,83%	18,29%	8,28%
Ibex35	17.050	-7,14%	-1,49%	-1,49%	49,27%	14,78%
FTSE100	10.176	-6,73%	2,47%	2,47%	21,51%	5,69%
MSCI Europe Growth	206	-9,86%	-4,40%	-4,40%	7,31%	4,47%
MSCI Europe Value	170	-6,34%	1,25%	1,25%	25,84%	6,90%
Estados Unidos	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2025	2024
S&P500	6.529	-5,09%	-4,63%	-4,63%	16,39%	23,31%
Nasdaq Composite	21.591	-4,75%	-7,11%	-7,11%	20,36%	28,64%
Dow Jones	46.342	-5,38%	-3,58%	-3,58%	12,97%	12,88%
Russell 1000	3.566	-5,09%	-4,48%	-4,48%	15,89%	22,84%
Russell 2000	2.496	-5,17%	0,58%	0,58%	11,29%	10,02%
MSCI USA Growth	13.751	-4,83%	-9,72%	-9,72%	20,98%	34,21%
MSCI USA Value	4.140	-5,26%	0,56%	0,56%	12,31%	11,63%
Asia	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2025	2024
Topix	3.498	-11,19%	2,61%	2,61%	22,41%	17,69%
Nikkei 225	51.064	-13,23%	1,44%	1,44%	26,18%	19,22%
MSCI Asia ex Japan	900	-13,87%	-1,45%	-1,45%	29,73%	9,75%
MSCI India	2.652	-11,34%	-13,76%	-13,76%	8,13%	14,33%
MSCI China	76	-7,50%	-8,33%	-8,33%	28,31%	15,66%
Shanghai Composite	3.892	-6,51%	-1,94%	-1,94%	18,41%	12,67%
Emergentes	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2025	2024
MSCI Emerging Markets Local Currency	88.858	-10,75%	1,77%	1,77%	28,35%	10,54%
MSCI EM USD	1.397	-13,26%	-0,51%	-0,51%	30,58%	5,05%
MSCI EM EUR	624	-10,91%	1,76%	1,76%	17,76%	14,68%
MSCI EM Currency Index USD	1.832	-2,77%	-1,12%	-1,12%	7,23%	-0,73%
Sectorial (MSCI World)	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2025	2024
Energía	363	11,33%	35,96%	35,96%	9,81%	-0,37%
Materiales	426	-10,72%	7,40%	7,40%	23,38%	-7,46%
Industria	511	-10,61%	2,26%	2,26%	23,36%	11,65%
Consumo Discrecional	448	-8,03%	-10,96%	-10,96%	7,42%	20,36%
Consumo Estable	308	-9,08%	3,48%	3,48%	6,43%	3,45%
Salud	379	-8,57%	-5,08%	-5,08%	13,21%	-0,14%
Financiero	213	-6,56%	-7,60%	-7,60%	26,06%	23,75%
Tecnología	885	-4,63%	-9,12%	-9,12%	22,95%	32,18%
Servicios de Comunicación	155	-7,29%	-7,01%	-7,01%	30,94%	32,57%
Utilities	216	-4,08%	8,32%	8,32%	21,69%	9,96%

3. Evolución por clases de activos

Precios a cierre del 31/03/2026

RENTA FIJA

Tipos	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2025	2024
Gobiernos 2 años Estados Unidos (pb)	3,79%	42	32	32	-77	-1
Gobiernos 5 años Estados Unidos (pb)	3,94%	44	22	22	-66	53
Gobiernos 10 años Estados Unidos (pb)	4,32%	38	15	15	-40	69
Gobiernos 30 años Estados Unidos (pb)	4,91%	30	7	7	6	75
Tipos Swap 2 años EEUU	3,62%	41	31	31	-77	1
Tipos Swap 5 años EEUU	3,62%	40	16	16	-57	51
Tipos Swap 10 años EEUU	3,87%	35	6	6	-27	60
Tipos Swap 30 años EEUU	4,13%	25	-3	-3	23	62
Diferencia Tipos Gobierno - Swap 10 años EEUU	0,45%	3	9	9	-13	9
Gobiernos 2 años Alemania (pb)	2,62%	62	49	49	4	-32
Gobiernos 5 años Alemania (pb)	2,73%	49	28	28	29	21
Gobiernos 10 años Alemania (pb)	3,00%	36	15	15	49	34
Gobiernos 30 años Alemania (pb)	3,46%	14	-2	-2	88	33
Tipos Swap 2 años zona Euro	2,84%	68	57	57	7	-60
Tipos Swap 5 años zona Euro	2,84%	50	27	27	33	-19
Tipos Swap 10 años zona Euro	3,07%	40	14	14	56	-13
Tipos Swap 30 años zona Euro	3,10%	12	-15	-15	1	0
Diferencia Tipos Gobierno - Swap 10 años Alemania	-0,06%	-4	1	1	-7	47
Gobiernos 2 años España (pb)	2,74%	62	47	47	1	-71
Gobiernos 5 años España (pb)	3,00%	51	36	36	6	-4
Gobiernos 10 años España (pb)	3,51%	44	22	22	23	7
Gobiernos 2 años Italia (pb)	2,89%	73	69	69	-22	-57
Gobiernos 5 años Italia (pb)	3,29%	70	44	44	-2	-20
Gobiernos 10 años Italia (pb)	3,91%	64	36	36	3	-18
Índices Gobierno Europa 3-5 años	224	-2,01%	-0,76%	-0,76%	2,48%	2,52%
Índices Gobierno USA 3-5 años	405	-1,27%	-0,03%	-0,03%	6,85%	2,26%

CRÉDITO

	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2025	2024
Diferencial Investment Grade Europa	71	16	21	21	-7	-1
Índice Investment Grade Europa 3-5 años	260	-2,20%	-1,07%	-1,07%	3,68%	4,95%
Diferencial High Yield Europa	353	93	109	109	-69	3
Índice High Yield Europa 3-5 años	748	-2,50%	-1,62%	-1,62%	5,00%	7,93%
Diferencial Investment Grade USA	63	7	13	13	0	-7
Índice Investment Grade USA 3-5 años	325	-1,33%	-0,14%	-0,14%	7,89%	4,53%
Diferencial High Yield USA	385	53	69	69	5	-45
Índice High Yield USA 3-5 años	543	-0,91%	-0,48%	-0,48%	7,81%	8,29%
Índices Subordinados financieros	319	-2,13%	-1,00%	-1,00%	4,59%	6,79%
Índices AT1	200	-3,25%	-1,45%	-1,45%	8,72%	14,09%
Índices Gobiernos Emergentes Local Currency	161	-3,56%	-34,16%	-1,11%	9,29%	1,68%

MATERIAS PRIMAS

	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2025	2024
Oro	4.668,06	-11,57%	8,07%	8,07%	64,58%	27,22%
Brent	103,97	43,45%	70,86%	70,86%	-18,48%	-3,12%
Metales Preciosos	495,16	-13,25%	7,59%	7,59%	72,84%	19,00%
Metales Industriales	169,32	-1,30%	3,63%	3,63%	16,44%	-1,63%

DIVISAS

	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2025	2024
Euro / Dólar	1,1553	-2,19%	-1,64%	-1,64%	13,44%	-6,21%
Euro / Libra	0,8735	-0,34%	0,20%	0,20%	5,35%	-4,55%
Euro / Yen	183,38	-0,53%	-0,34%	-0,34%	13,04%	4,53%
MSCI EM Currency Index USD	1.831,75	-2,77%	-1,12%	-1,12%	7,23%	-0,73%

OTROS

	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2025	2024
Bitcoin	68.194	2,20%	-22,20%	-22,20%	-6,47%	120,46%
Ethereum	2.106	7,54%	-29,27%	-29,27%	-11,02%	46,63%
Solana	83	-1,67%	-33,15%	-33,15%	-35,51%	85,49%



Fuente: OpenAI

4. Perspectivas económicas

- El crecimiento global se espera que se modere, no obstante, el impacto en crecimiento variará por países según su dependencia energética. En Estados Unidos, su superávit energético supone un cierto impulso para el crecimiento y por otro, la ley presupuestaria de Trump debería compensar los efectos negativos sobre el consumo. En la zona Euro, la economía se espera que ceda terreno lastrada por el consumo.
- El impacto en la inflación se espera que sea transitorio, aunque más intenso en la zona euro y en Asia que en Estados Unidos
- Los bancos centrales han adoptado un tono prudente dependiente de los datos.

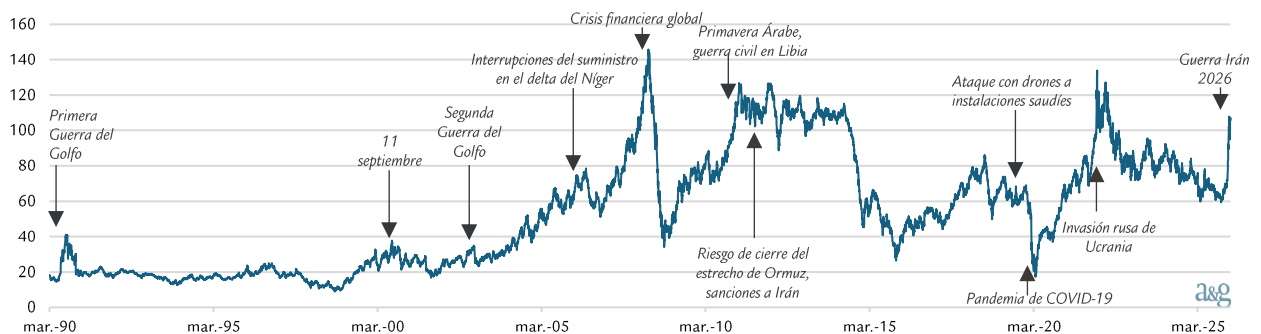
Clave 1: Geopolítica

La guerra de Irán ha provocado una interrupción histórica del suministro del petróleo y gas...

La escalada del conflicto en Oriente Medio con el **ataque de Israel y Estados Unidos a Irán** ha generado **restricciones de oferta a nivel global**. Estas se han materializado en un fuerte aumento generalizado del precio del petróleo. El gas natural europeo también se ha disparado con fuerza, mientras que el americano se ha mantenido apenas sin cambios. No obstante, y en contexto con otras crisis energéticas, **es importante señalar que, al contrario de lo que ocurría en los años 70 cuando la OPEP aglutinaba más del 50% de la producción global de crudo, la cuota se ha reducido hasta el 36%** y, además este conflicto ocurre en un momento en el cual el mercado de petróleo global se encuentra con exceso de oferta y niveles de inventarios elevados.

Evolución de los precios del petróleo

Fuente: Elaboración propia



...por el cierre Estrecho de Ormuz, un punto crítico para el flujo energético...

El estrecho de Ormuz es el cuello de botella petrolero más importante del mundo, porque por él transita aproximadamente **el 20% del petróleo mundial, el 20% del comercio marítimo de productos refinados y el 20% del gas natural licuado**. Antes de la crisis pasaban hasta 100 barcos al día por el estrecho y tras el conflicto y las amenazas de Irán, el número ha caído a menos de cinco barcos diarios.

Además, a este riesgo logístico se ha sumado el riesgo de **reducción de oferta debido a los daños a las infraestructuras de petróleo y gas y a la falta de espacio de almacenamiento**, que ha obligado a los países a parar su producción.

Y si bien, **la Agencia Internacional de Energía aprobó la mayor liberación de reservas estratégicas de su historia, equivalente a 20 días de flujo a través del estrecho de Ormuz**, la lentitud de la liberación de estas reservas y la extensión del conflicto redujeron el impacto de dicha medida.

Mapa de Oriente Medio con oleoductos que evitan el estrecho de Ormuz

Fuente: JP Morgan



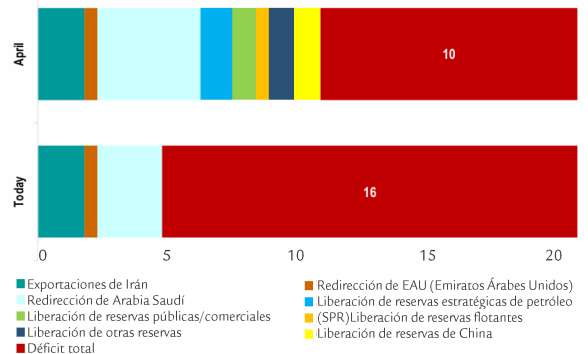
...que ha generado un elevado desajuste de la oferta global.

Los efectos dependerán de la duración y, por lo tanto, de las pérdidas de suministro, pero la estructura del impacto es mucho menos ambigua. **A finales de marzo Irán es prácticamente el único exportador que transporta barriles a través del estrecho de Ormuz**, con un flujo de 1,8Mb/diarios. **El resto del petróleo del Golfo solo se ha desviado parcialmente y sigue estando muy restringido**. Arabia Saudita y Emiratos Árabes Unidos han aumentado los flujos, pero esto deja casi 16 Mb/diarios de suministro de déficit.

Para abril, pese al aumento estimado de Arabia Saudí e incluso en un escenario de respuesta coordinada, persistiría un déficit cercano a los 10 Mb/diarios.

Estimaciones déficit oferta petróleo (M barriles diarios)

Fuente: JP Morgan

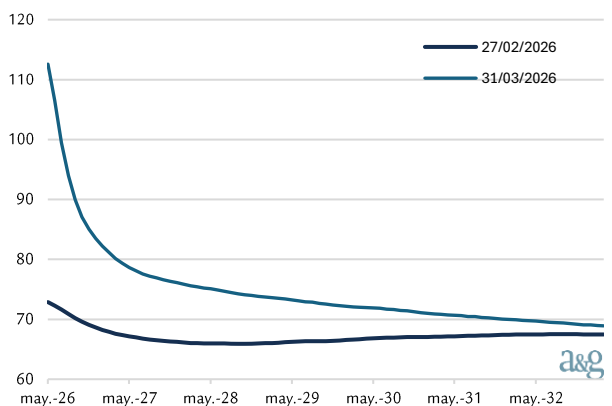


¿Qué están descontando los futuros del petróleo?

La curva de los futuros del Brent muestra que **los precios de los futuros han subido con fuerza en el corto plazo, reflejando tensiones inmediatas en el mercado**. Sin embargo, este aumento no se ha trasladado al resto de la curva, a medida que avanzamos en el tiempo, los precios bajan y se estabilizan. Esto apunta a que, **aunque ahora el petróleo está caro, el mercado no espera que esta subida se mantenga en el tiempo, sino que confía en que los precios vuelvan a niveles más normales a medio plazo**.

Brent: evolución de las curvas de futuros

Fuente: Elaboración propia



Clave 2: Crecimiento

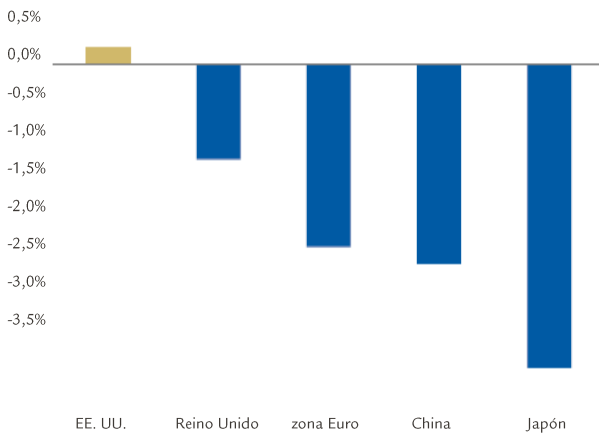
El impacto en el crecimiento es negativo, pero dependerá en gran parte de la dependencia energética de cada economía...

La magnitud del impacto dependerá de factores globales, como la duración del cierre del Estrecho de Ormuz y los daños a infraestructuras energéticas, así como de elementos específicos de cada país: dependencia energética, origen de las importaciones, intensidad en el uso de energía y capacidad de respuesta fiscal.

Las economías importadoras de energía serán las más afectadas, especialmente Europa y Asia, que podrían registrar un deterioro más acusado en sus balanzas comerciales. Europa y China destinan cerca del 2% de su PIB a estas importaciones, mientras que Estados Unidos, como exportador neto, está mejor posicionado para absorber el shock. Respecto al origen, Asia concentra el 84% del petróleo que pasa por Ormuz y China el 33%. No obstante, Irán solo representa el 11% de sus importaciones y China dispone de reservas suficientes para entre tres y cuatro meses.

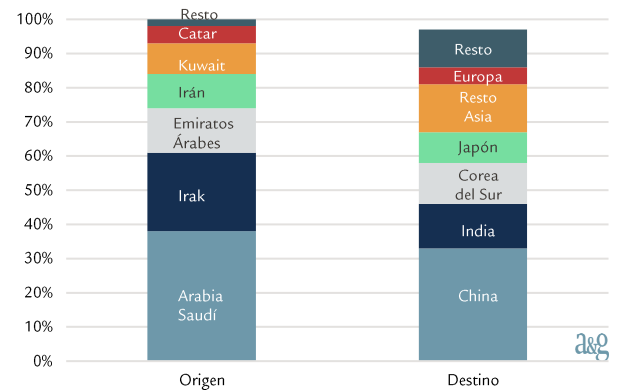
Balanza energética por países (% del PIB)

Fuente: Morgan Stanley



Destino de las exportaciones de petróleo que pasan por el estrecho de Ormuz

Fuente: Elaboración propia con datos de la EIA

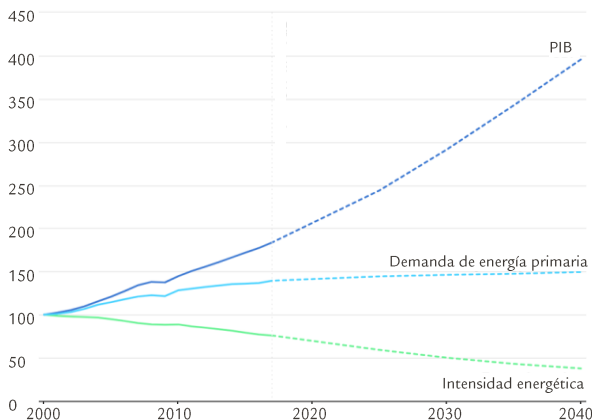


...aunque se espera que el impacto sea menor que en crisis anteriores.

El punto de partida es más favorable, con un crecimiento global cada vez menos dependiente de la energía, lo que reduce el impacto potencial de incrementos en los precios energéticos sobre la actividad económica. Además, el PMI global mostró un sólido desempeño del sector servicios y una mejora en el sector manufacturero en un contexto de estabilidad en los niveles de empleo a escala mundial. Todo ello apunta a que las mejoras en eficiencia, la adopción tecnológica y los cambios estructurales hacia actividades menos intensivas en consumo energético están impulsando un incremento significativo de la productividad.

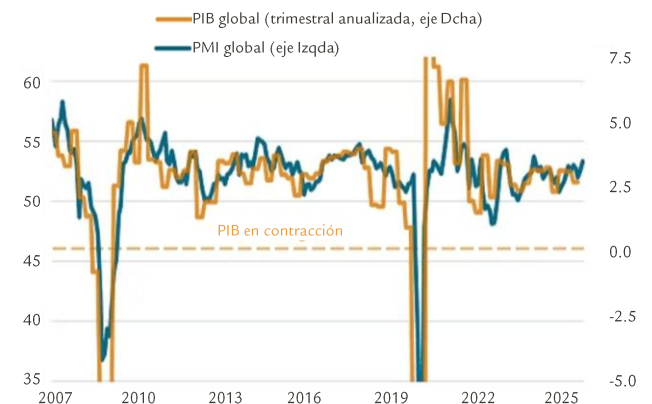
Global: Demanda, intensidad energética y PIB

Fuente: IEA



Global: PMI compuesto & PIB

Fuente: Standard & Poor's

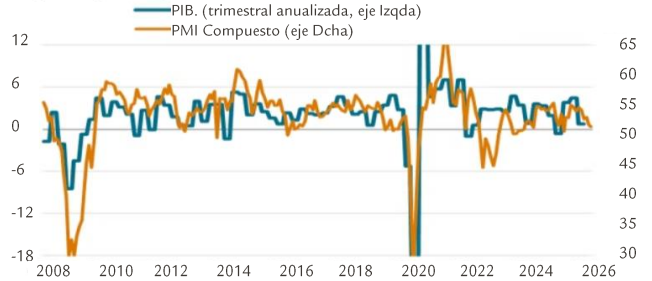


En Estados Unidos los indicadores adelantados apuntan a un crecimiento más moderado...

Los indicadores adelantados de final de mes ya apuntan a una desaceleración de la actividad debido a la disminución de los nuevos pedidos y al aumento de los precios de la energía, no obstante, son consistentes con una modesta expansión para el primer trimestre.

EE.UU.: PMI Compuesto & PIB

Fuente: S&P Global

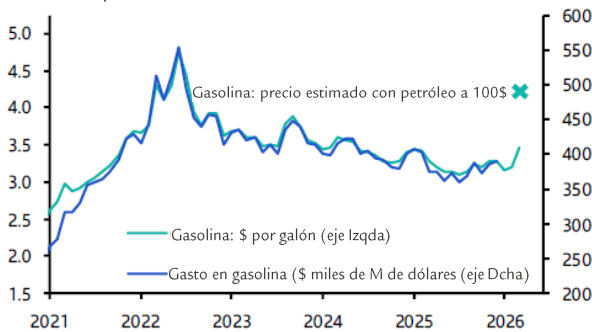


...ya que se espera que la caída de poder adquisitivo lastre el consumo...

Aunque Estados Unidos es menos vulnerable a interrupciones en el suministro interno, los precios del petróleo se determinan en mercados globales, por lo que su encarecimiento se traslada al consumidor final, especialmente a través de la gasolina. Este aumento reduce el poder adquisitivo de los hogares, que reaccionan ajustando rápidamente su consumo y recurriendo al ahorro. Este impacto es desigual y afecta con mayor intensidad a los hogares de menores ingresos, que destinan una proporción más elevada de su presupuesto a la energía.

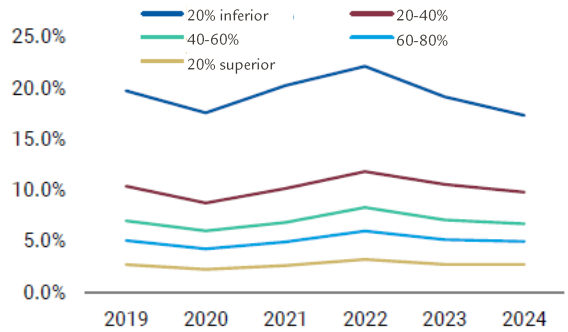
EE.UU.: Precios y gasto en gasolina

Fuente: Capital Economics



EE.UU.: % del gasto energético por tramo de renta

Fuente: Morgan Stanley

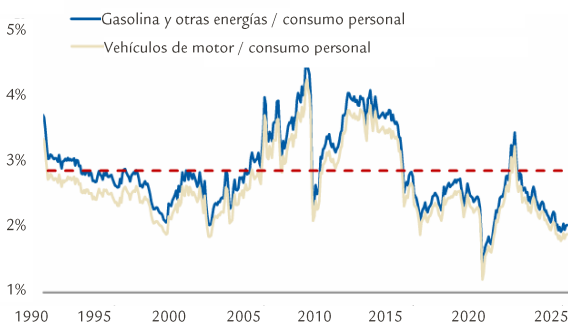


...aunque su menor peso y el impulso de la ley presupuestaria deberían contrarrestarlo.

Existen factores que amortiguan el impacto. Los estadounidenses destinan hoy una menor proporción de su gasto a energía que en casi cualquier otro momento histórico, debido a mejoras en eficiencia y al crecimiento general del gasto. Además, el impulso derivado de la ley presupuestaria de Trump seguirá apoyando el consumo. Esta ley apoya el consumo de tres maneras: reducción de los impuestos, compensación por recortes de gastos en programas como SNAP y Medicaid y devoluciones de impuestos. Estas últimas ya superan en un 12% las del año pasado.

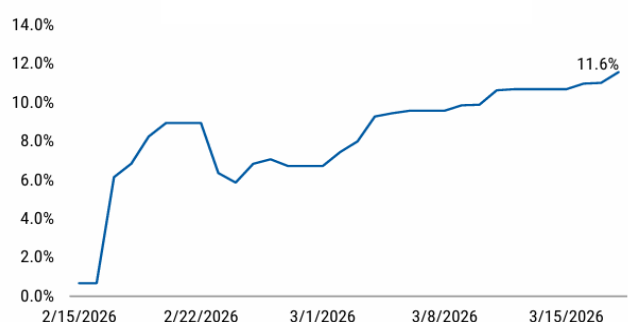
EE. UU. : % del gasto en gasolina y otras energías en el consumo total

Fuente: Morgan Stanley



EE.UU.: Reembolsos acumulados del impuesto sobre la renta individual (variación interanual)

Fuente: Morgan Stanley

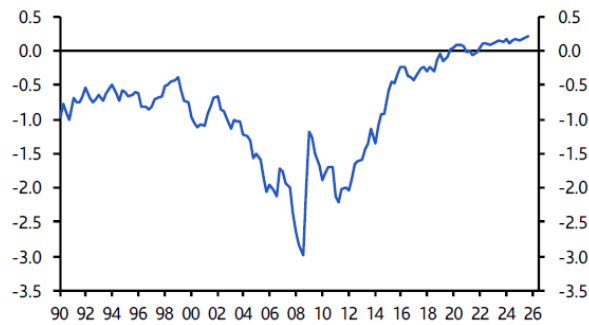


Además, el superávit energético supone un cierto impulso para el crecimiento...

Estados Unidos pasó de ser un importador neto de energía a un exportador neto a finales de 2019. Al auge del petróleo de esquisto desde 2012, se sumó la decisión del Congreso de levantar la prohibición de 40 años sobre las exportaciones de crudo del 2015. Recientemente, **el aumento de las exportaciones de gas natural licuado que se han disparado hasta convertirse en el mayor exportador del mundo.** Un incremento de los precios incrementaría el superávit comercial energético de Estados Unidos y podría traducirse en un incremento de la inversión.

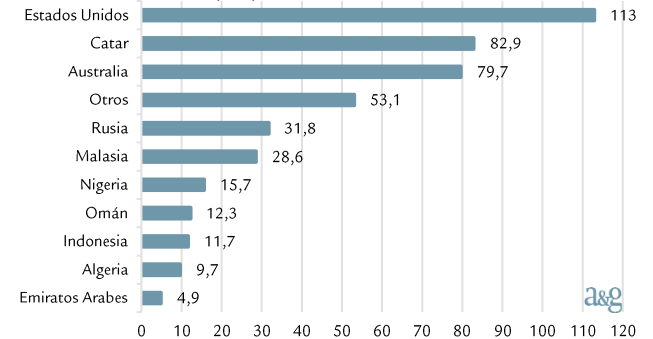
EE.UU.: Balanza energética (% del PIB)

Fuente: Capital Economics



Exportaciones mundiales de GNL por país (2025 en Millones de toneladas anuales (mtpa))

Fuente: Elaboración propia con datos de Goldman Sachs

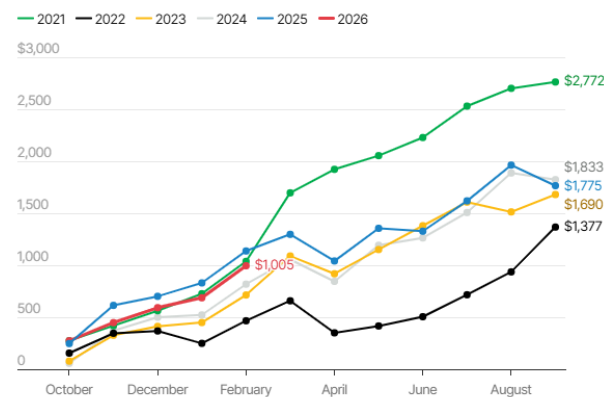


...aunque el coste de la guerra y las medidas para apoyar el consumo se espera incrementen de nuevo el déficit.

Con un déficit presupuestario y una deuda pública ya elevados, y con previsiones de que continúen aumentando en la próxima década, **una eventual prolongación del conflicto con Irán podría tensionar aún más la posición fiscal de Estados Unidos.** A ello se sumarían posibles medidas fiscales destinadas a mitigar el encarecimiento de la energía, especialmente en un contexto electoral como el de las elecciones de medio término. El precio de la energía es, de hecho, uno de los factores con mayor impacto sobre el electorado y ha sido históricamente un elemento central en el discurso político. Además, a ellos **se suma el incremento significativo de los pagos por intereses**, que han repuntado con fuerza en los últimos años hasta alcanzar el mayor porcentaje del PIB desde finales de los años noventa

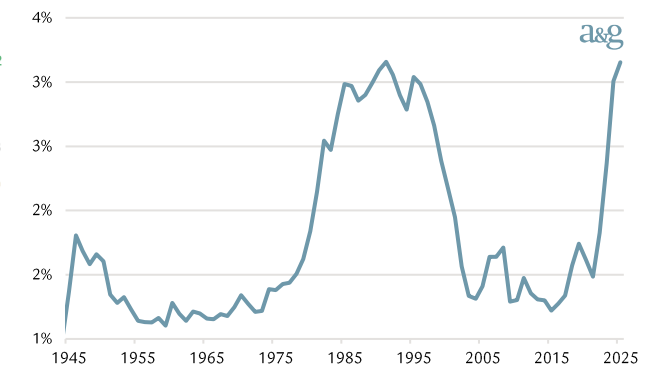
EE.UU.: Seguimiento del déficit

Fuente: CBO Congressional Budget Office



EE.UU.: Intereses como % del PIB

Fuente: Elaboración propia



En la zona Euro la mayor dependencia dará paso a una moderación del crecimiento...

La economía de la zona euro mostró una elevada resiliencia en 2025 a pesar de la incertidumbre comercial. No obstante, la elevada dependencia energética supone un riesgo elevado. Además del petróleo, **Europa depende en gran medida de las importaciones de gas natural**, cuya oferta se ha reducido debido a los daños en las instalaciones de Qatar. Esto **incrementa el riesgo al alza en verano, época en la que se llenan de nuevo los inventarios, que se encuentran muy por debajo de los niveles históricos**. Además, a largo plazo la pérdida de volumen se espera que mantenga el mercado ajustado durante más tiempo.

...lastrado por un consumo más débil...

El consumo privado se esperaba que recuperase terreno y siguiese siendo el principal contribuyente al crecimiento, complementado por una sólida dinámica de inversión. No obstante, **la caída en la confianza del consumidor apunta a una moderación a corto plazo, debido a las pérdidas de poder adquisitivo, mayor incertidumbre y una previsión de empleo algo menor**. Aunque, podría fortalecerse a medio plazo dado los elevados niveles de ahorro y la resiliencia de los mercados laborales.

...pero con un menor impacto en la industria intensiva en energía tras su fuerte ajuste...

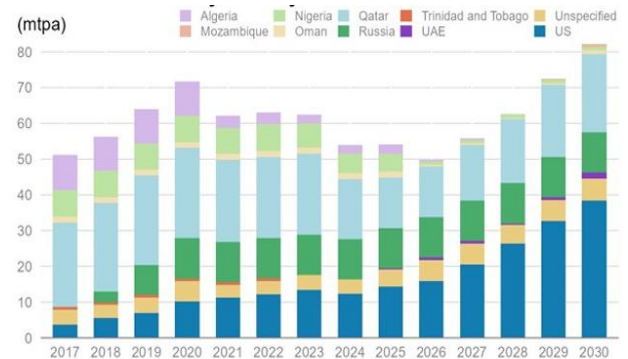
Se espera que **el aumento de los precios de la energía afecte más negativamente a los países con sectores industriales intensivos en energía**, ya que estos son más vulnerables y tienden a reducir su producción cuando suben los costes energéticos. No obstante, el gráfico muestra que **estos sectores ya han experimentado una fuerte contracción desde 2022 y se encuentran en niveles relativamente bajos**, lo que sugiere que el margen para nuevas caídas significativas podría ser más limitado.

...y con un impulso fiscal adicional que podría contrarrestar parte de los efectos negativos.

La política fiscal podría volverse más expansiva si los gobiernos responden con medidas de apoyo energético como las observadas en 2022. Ya en 2025 la política fiscal fue más laxa que lo presupuestado debido principalmente a una mayor inversión pública, particularmente en Alemania, donde estuvo relacionada con la defensa, pero también en Italia y Francia. **Para el período 2026-2028 se espera que el déficit se incremente de nuevo debido al elevado gasto en defensa e infraestructuras en Alemania, pero también a la inversión todavía por desembolsar financiada por el programa Next Generation EU (NGEU)**.

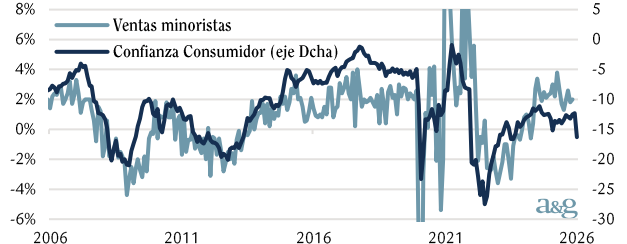
Zona Euro: Contratos de GNL por país (M ton/año)

Fuente: Morgan Stanley



Zona Euro: confianza del consumidor & ventas minoristas

Fuente: Elaboración propia



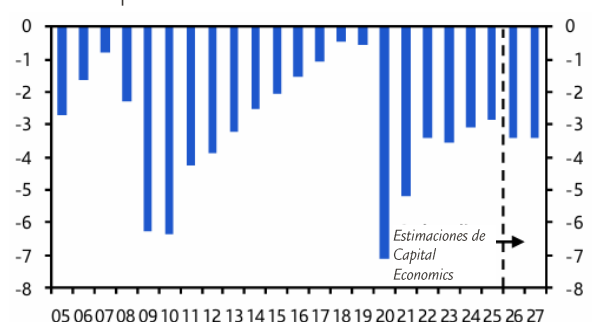
Zona Euro: Producción industrial

Fuente: Capital Economics



Zona Euro: saldo presupuestario (% del PIB)

Fuente: Capital Economics

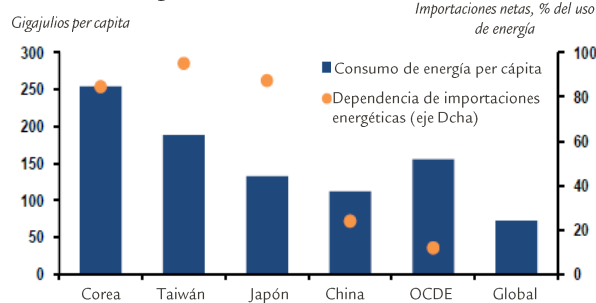


En Asia la elevada dependencia energética restará al crecimiento, si bien los inventarios y la intensidad del consumo podrían marcar la diferencia por países

China, India y Corea del Sur figuran entre los cuatro mayores importadores netos de crudo del mundo y también entre los siete mayores importadores de gas natural en 2025. No obstante, **China no se espera que se vea tan afectada, ya que se beneficia de uno de los niveles de reservas más altos de la región, combinado con una dependencia relativamente baja del petróleo en su matriz energética.** En sentido contrario, Corea y Taiwán presentan una alta intensidad energética debido a su enfoque en industrias de alto consumo energético. En Taiwán los bajos niveles de inventarios suponen un riesgo adicional.

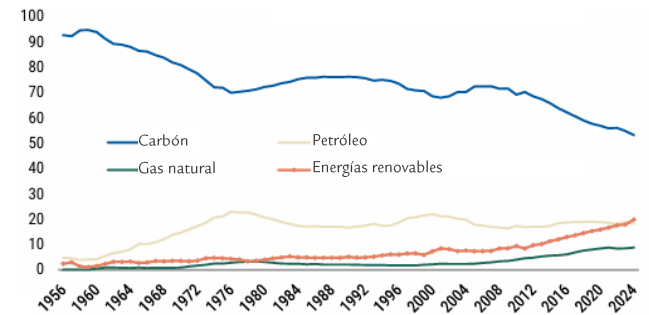
Dependencia de las importaciones energéticas e intensidad de consumo

Fuente: JP Morgan



China: Evolución del mix de consumo energético

Fuente: Morgan Stanley

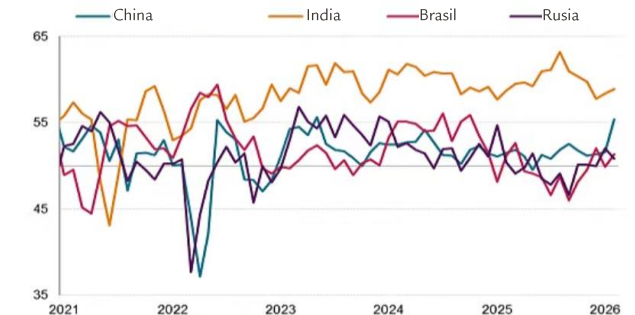


China impulsa el crecimiento en Asia con una fuerte aceleración de su actividad...

Los indicadores adelantados muestran que, si bien **India continuó registrando el mayor crecimiento de la producción entre las cuatro economías emergentes más grandes**, el cambio más significativo se observó en **China continental**, donde la tasa de crecimiento se aceleró, lo que refleja la recuperación de la actividad manufacturera y de servicios en medio de una creciente demanda interna y de exportación.

PMI Manufacturero principales economías emergentes

Fuente: S&P Global



...en un entorno en que los fundamentos son sólidos.

Hoy en día, en general, los fundamentos son sólidos y **la mayoría de los países emergentes no dependen en gran medida de la financiación externa.** Los déficits por cuenta corriente se han reducido drásticamente en los últimos años y cuando existen, suelen ser pequeños.

Además, **los gobiernos están comenzando a tomar medidas para amortiguar el impacto del aumento de los costos energéticos en los consumidores.** Actualmente, se estima que los costos de los subsidios fiscales podrían alcanzar entre el 0,2 % y el 0,5% del PIB este año en varias economías regionales.

Asia : Déficit por cuenta corriente

Fuente: Elaboración propia



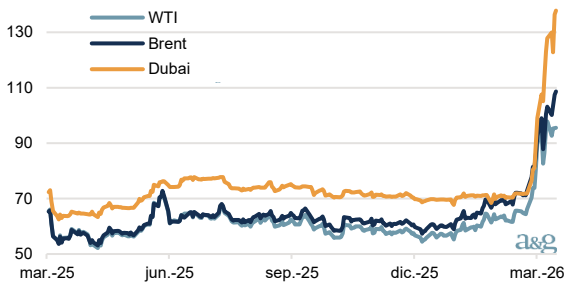
Clave 3: Inflación

El impacto se espera que sea transitorio, aunque más intenso en la zona euro y en Asia que en Estados Unidos

Esto se debe a la **mayor dependencia energética de Europa y Asia**. Esta dependencia **ha provocado importantes divergencias de precios en el gas natural**, ya que se trata de un mercado regional con limitaciones logísticas que **dificultan el arbitraje y la convergencia de precios**. Estas divergencias se han incrementado también en los precios del petróleo pese a que históricamente ha sido un mercado más integrado, donde el arbitraje facilita la convergencia entre referencias como Brent, WTI o Dubai.

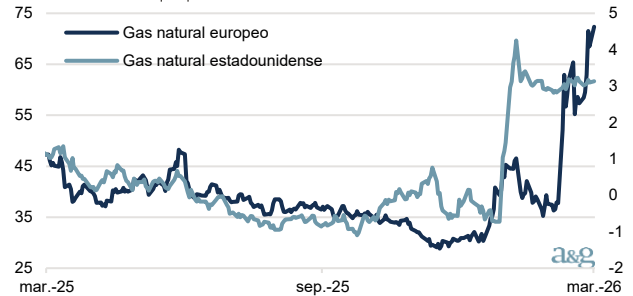
Evolución de los diferentes precios del petróleo

Fuente: Elaboración propia



Evolución de los diferentes precios del gas natural

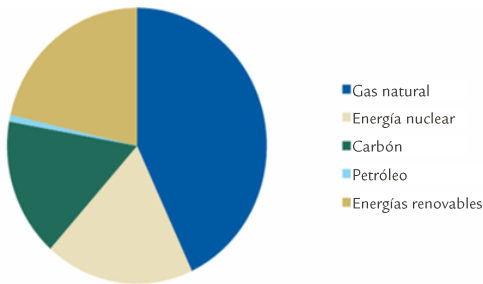
Fuente: Elaboración propia



Otro factor relevante es la **distinta estructura de los precios de la electricidad**. En Estados Unidos, el petróleo tiene un papel marginal en la generación eléctrica, donde predominan el gas natural, las energías renovables y la energía nuclear. Esto reduce el traslado de las subidas del petróleo a la factura eléctrica, en contraste con **Europa donde los precios de la electricidad son más elevados y muy sensibles a la evolución de los precios del gas**.

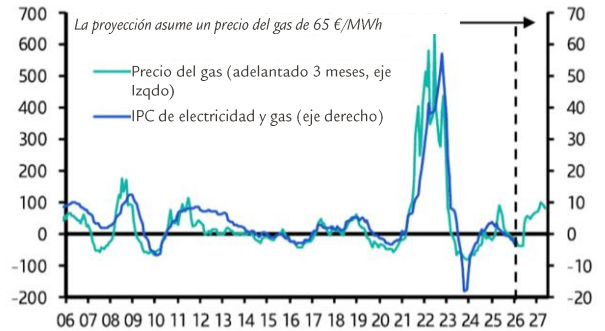
EE.UU.: % de participación en la generación de electricidad

Fuente: JP Morgan



Zona Euro: precios del gas natural y electricidad

Fuente: Capital Economics

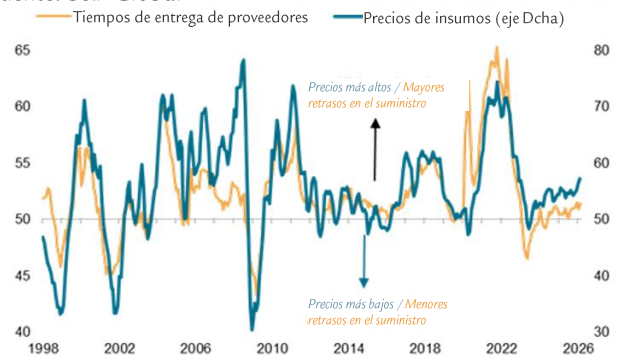


El impacto ya se está empezando a observar a nivel global en los indicadores adelantados

Los **costes de los insumos manufactureros a nivel global han repuntado recientemente**, registrando el mayor ritmo de aumento desde 2022. Este repunte se produce en un **contexto de persistentes tensiones en las cadenas de suministro**. De cara a los próximos meses, el encarecimiento de la energía y las posibles nuevas disrupciones asociadas al conflicto en Oriente Medio podrían intensificar las presiones inflacionistas sobre los precios de producción.

Global: Componentes del PMI manufacturero

Fuente: S&P Global

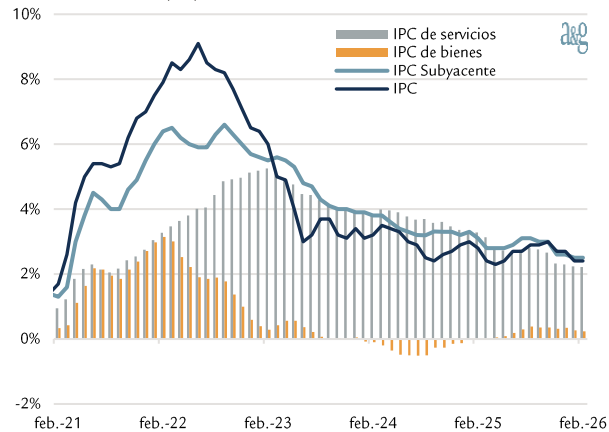


En Estados Unidos el incremento de los precios podría ser menor que en otras economías avanzadas, aunque los niveles previos son algo más elevados

Estados Unidos parte de unos niveles de inflación todavía por encima del 2% debido a los precios de los servicios, mientras que los precios de los bienes se mantienen contenidos. El aumento de los precios del petróleo se está reflejando inicialmente en el encarecimiento de la gasolina y otros combustibles, y posteriormente se espera que se traslade al conjunto de la economía a través de mayores costes de producción y transporte. Se estima que un aumento del 10% en los precios del petróleo añade 35 puntos básicos al IPC general durante 3 meses, pero su repercusión en la inflación subyacente se espera que sea mínima, salvo que se prolongue el conflicto.

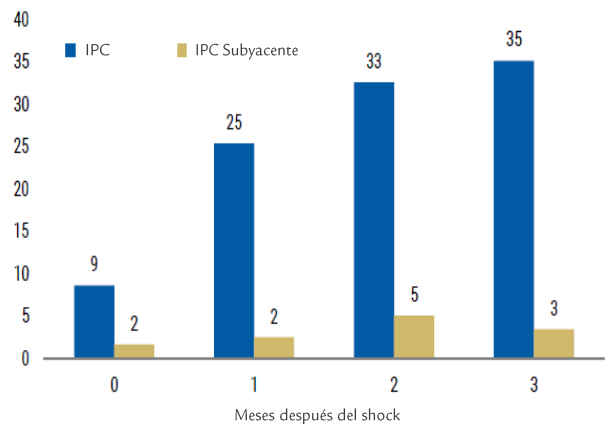
EE. UU. : IPC

Fuente: Elaboración propia



EE. UU.: Impacto en el IPC de un shock del 10% en la oferta de petróleo

Fuente: Morgan Stanley

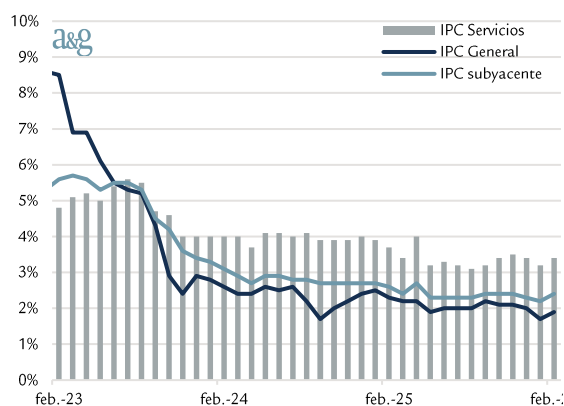


En la zona Euro se han revisado al alza las previsiones de inflación, si bien no se espera que generen incrementos a largo plazo

En la zona Euro, el IPC general se sitúa en torno al 2%, si bien, el subyacente está todavía ligeramente por encima debido a la resistencia a la baja de los precios de los servicios. Respecto al incremento de los precios de la energía se estima que un aumento de 10€/MWh en los precios del gas natural elevaría la inflación en aproximadamente 30 pb, y un aumento persistente de 10€/barril en el Brent supone un aumento de aproximadamente 40 pb en la inflación. Si bien, el incremento nominal es el mismo supone un 27% en el precio del gas y apenas un 15% en el Brent.

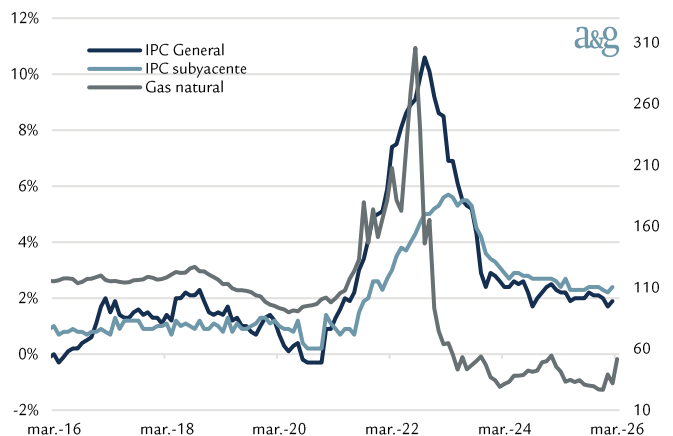
Zona Euro: IPC

Fuente: Elaboración propia



Zona Euro: Evolución del IPC y precios del gas natural

Fuente: Elaboración propia



Asia es la región más expuesta

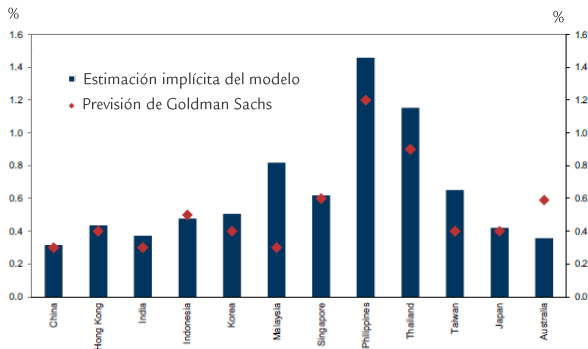
Los **precios energéticos en Asia son los más perjudicados por la mayor escasez en Oriente Medio**. Esto **ha elevado los precios del crudo de referencia regional (como Dubai) por encima del Brent**. Además, otros productos refinados, especialmente el combustible de aviación, que son menos arbitrables, presentan precios muy elevados debido a márgenes de refino inusualmente altos.

Se estima que **un aumento cercano al 20% en el precio del petróleo tendría efectos inflacionarios en todas las economías analizadas, aunque con distinta magnitud**. Estas diferencias entre países se deben en parte a la diferente intensidad energética, pero también a que algunos países, como Japón y Corea, han anunciado importantes programas de subsidios energéticos y otros cuentan con programas preexistentes que se han activado debido al alto nivel de precios. Por ejemplo, **China amortigua parcialmente los precios minoristas del combustible por encima de los 80 dólares/barril y totalmente por encima de los 130 dólares/barril**.

No obstante, **la inflación parte de niveles relativamente contenidos** en la mayoría de las economías emergentes asiáticas. Esto proporciona cierto margen para absorber el shock energético sin generar, por el momento, elevadas presiones inflacionistas. Aun así, un encarecimiento persistente de la energía podría revertir esta situación y traducirse en un repunte gradual de la inflación en los próximos trimestres.

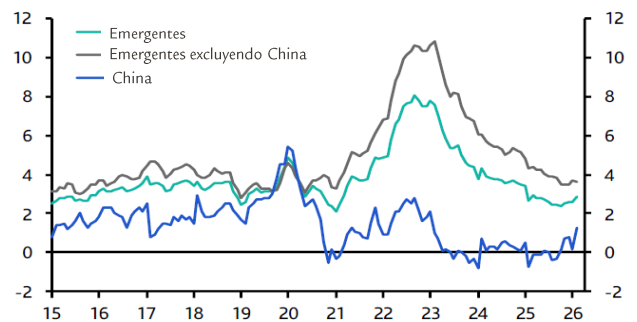
Cambio en la inflación del IPC debido al shock energético por países

Fuente: Goldman Sachs



Emergentes: IPC interanual

Fuente: Capital Economics



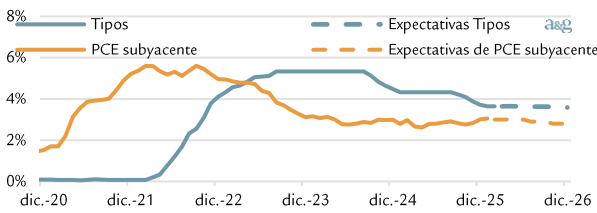
Clave 4: Política monetaria: ¿Cómo responder a las perturbaciones en los precios del petróleo?

La Fed sigue dependiente de los datos, a la espera de la designación del nuevo Presidente

Los bancos centrales se enfrentan a un dilema político clásico cuando los precios del petróleo se disparan: la inflación aumenta, pero el crecimiento podría debilitarse. **En el caso de la Fed es más probable que los recortes de tipos se pospongan en lugar de abandonar por completo su política de flexibilización monetaria.** Aunque el PCE subyacente ha mostrado una tendencia descendente desde los máximos de 2022, se mantiene en niveles todavía superiores al objetivo. Esto está reflejado en los futuros de los tipos de la Fed, que han experimentado un desplazamiento al alza de modo que la relajación esperada para 2026 se ha reducido de forma significativa.

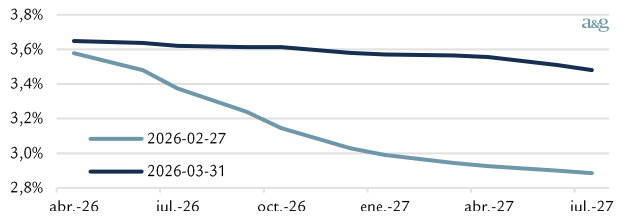
EEUU: Tipos & PCE subyacente con expectativas

Fuente: Elaboración propia



EE.UU.: Cambio en los futuros de tipos de la Fed

Fuente: Elaboración propia

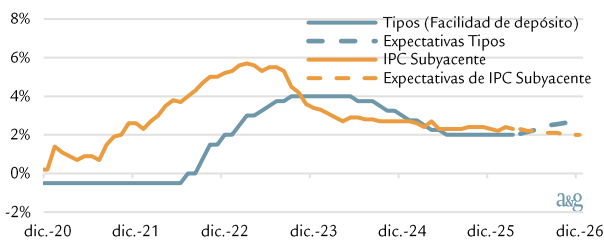


El BCE da un mensaje más duro y abre la puerta a posibles subidas de tipos

En el caso del BCE, las previsiones de crecimiento e inflación se revisaron más de lo inicialmente previsto para incluir en los cálculos la evolución de los precios energéticos de principios de mes. Además, se puso el acento en los riesgos para **las perspectivas de inflación, que se revisaron al alza.** Antes del estallido del conflicto se descontaba una normalización gradual, con recortes de tipos hacia finales de 2026. Sin embargo, **los futuros de tipos del BCE se han desplazado al alza, apuntando ahora a un escenario en el que no solo se retrasan los recortes, sino que incluso se contemplan nuevas subidas.**

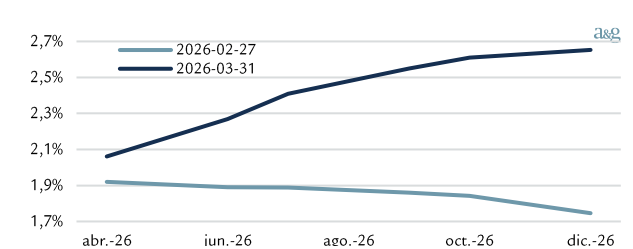
Zona Euro: Tipos & IPC sub. con expectativas

Fuente: Elaboración propia



Zona Euro: Cambio en los futuros de tipos del BCE

Fuente: Elaboración propia

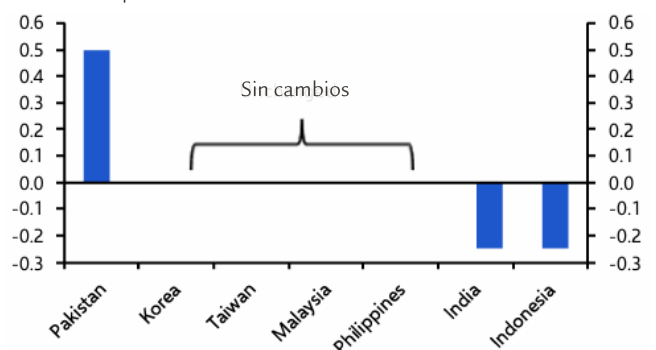


Política monetaria en Asia emergente: ajustes limitados y heterogéneos

Las economías emergentes de Asia se espera que **muestren una respuesta desigual** ante el shock energético. Por un lado, **la mayoría de bancos centrales podría mantener los tipos sin cambios, en un equilibrio entre el control de la inflación y el apoyo al crecimiento.** Sin embargo, algunos países como Pakistán podrían verse obligados a endurecer su política monetaria ante mayores presiones inflacionistas y vulnerabilidades externas. Por el contrario, en países como India o Indonesia, con mayor margen para recortes de tipos, podría primar la preocupación por el crecimiento.

Variación estimada de los tipos de interés (% fin 2026)

Fuente: Capital Economics





Fuente: OpenAI

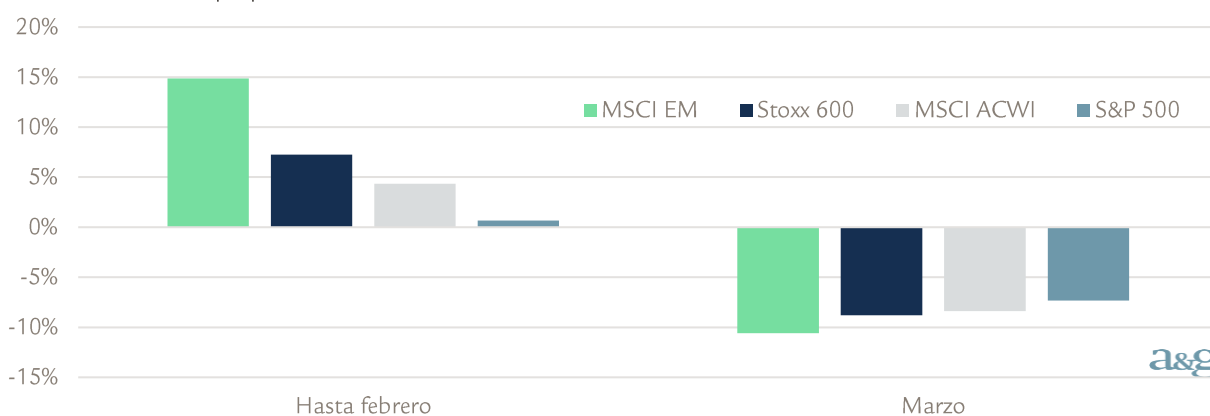
5. Renta Variable

- Seguimos positivos en renta variable, con unas estimaciones de beneficios que se siguen revisando al alza, si bien, el shock de oferta de petróleo supone un riesgo que de prolongarse podría hacer que se revisaran a la baja.
- Con Estados Unidos beneficiándose de una menor dependencia energética y de un menor peso en sectores con gran intensidad energética.
- En Europa, creemos que los riesgos a la baja son más elevados y las estimaciones de beneficios podrían revisarse a la baja en línea con el menor crecimiento esperado.
- Los mercados emergentes, en concreto Asia, son la zona geográfica más afectada. No obstante, sus índices han sufrido las mayores caídas y las valoraciones se encuentran en niveles atractivos.

Tras un inicio de año positivo, con **avances generalizados hasta febrero liderados por mercados emergentes**, la renta variable experimentó una **corrección significativa en marzo**, debido al fuerte **incremento de los precios de la energía y la creciente incertidumbre geopolítica y macroeconómica**. Si bien el mercado se encuentra en una fase de **mayor volatilidad y ajuste rápido de expectativas**, con caídas sincronizadas en los principales índices, se observan algunas diferencias por regiones. Los mercados emergentes y europeos, que venían liderando los avances, sufrieron los mayores reveses lastrados por su mayor dependencia energética, mientras que **la renta variable estadounidense, que había quedado rezagada, ha sufrido menores caídas**.

Índices de renta variable: comportamiento en el año

Fuente: Elaboración propia



Ante shocks energéticos de oferta, los mercados históricamente muestran un patrón de caídas iniciales y recuperación posterior...

Históricamente, **los shocks de petróleo tienden a afectar negativamente a la renta variable en el corto plazo**, especialmente cuando son de oferta, **pero el impacto se modera con el tiempo y los mercados recuperan terreno en los meses posteriores**.

El comportamiento de los mercados en la crisis actual, con el Brent repuntando cerca de un 70% debido a las tensiones en Oriente Medio, parece estar en línea con el de crisis anteriores. Así, **en episodios previos, el encarecimiento del crudo produjo en un primer momento un shock inflacionista y de incertidumbre**, presionando a la baja las bolsas, sin embargo, **a medida que el mercado ajustaba sus expectativas y se estabilizaba el entorno energético, la renta variable normalizó su comportamiento**, registrando **rentabilidades positivas a medio plazo**.

MSCI World: Evolución posterior a incrementos del precio del petróleo superiores al 50%

Fuente: JP Morgan

Suelo	Movimiento cercano a 50%	Movimiento Brent	Duración (en semanas)	Movimiento del MSCI WORLD (\$) cuando el Brent sube un 50%	Movimiento del MSCI WORLD (\$) a 6 meses después de que el Brent subiera un 50%	Movimiento del MSCI WORLD (\$) a 12 meses después de que el Brent subiera un 50%
ene.-74	feb-74	237%	1	-2%	-15%	-15%
feb-79	jun-79	49%	14	2%	3%	11%
jul-86	ago-86	58%	3	7%	15%	38%
nov-88	ene-89	48%	8	5%	3%	11%
jun-90	ago-90	56%	8	-4%	-5%	1%
feb-99	mar-99	53%	6	4%	3%	19%
jul-00	sep-00	43%	6	0%	-16%	-28%
dic-08	mar-09	47%	12	-8%	37%	45%
ene-16	mar-16	49%	7	7%	7%	15%
abr-20	may-20	88%	2	4%	22%	45%
dic-21	mar-22	52%	13	-5%	-11%	-8%
Media		71%	7	1%	4%	12%
Mediana		52%	7	2%	3%	11%
feb-26	mar-26	60%	4	-4%	-	-
Tasa de acierto (% positivo)				64%	64%	73%

...si la economía mantiene el crecimiento. En la actualidad todavía no se ha visto todavía un deterioro en la demanda...

Los datos comienzan a mostrar un **deterioro significativo en las expectativas de inflación y la confianza del consumidor**, sin embargo, **los datos sobre el gasto del consumidor se mantienen sólidos**, al igual que los datos diarios sobre los viajes aéreos y la demanda hotelera.

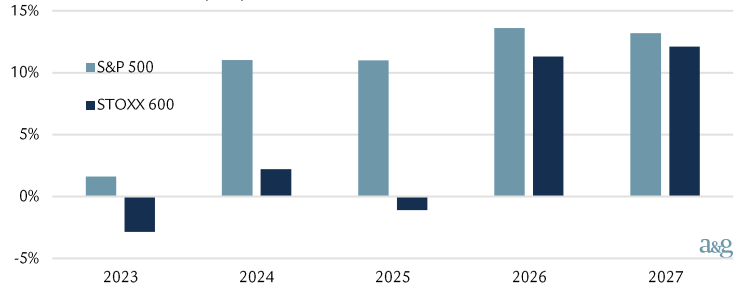
Pendientes de la evolución del conflicto, **el impacto de la guerra en Irán todavía no es lo suficientemente grande como para contrarrestar el fuerte impulso a la economía estadounidense derivado de la inversión en IA, el renacimiento industrial y la nueva ley presupuestaria**.

...esto se refleja en los beneficios empresariales, que siguen revisándose al alza.

Los beneficios empresariales se siguen revisando al alza tanto en Estados Unidos, como en la zona Euro y en ambas áreas geográficas se esperan crecimientos de beneficios por encima de los dos dígitos para 2026. Si bien, gran parte de los efectos de la actual crisis energética no están puestos en precio, el sector empresarial parte de un entorno de sólido crecimiento de los beneficios.

Estimaciones de beneficios S&P 500 y Stoxx 600

Fuente: Elaboración propia

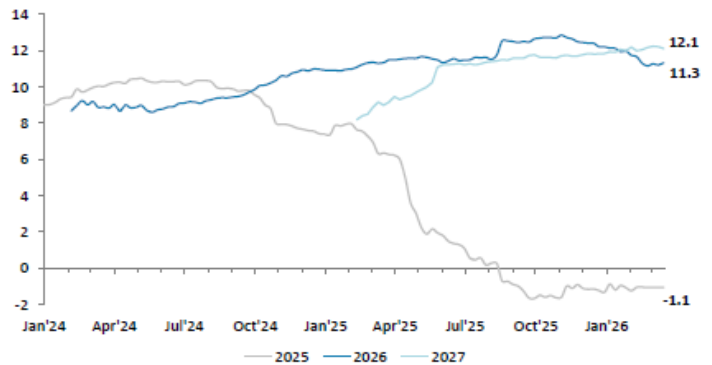


Aunque esperamos que en Europa las estimaciones de beneficios sigan revisándose a la baja al igual que en años anteriores

En Europa, las estimaciones de beneficios muestran una clara tendencia a revisarse a la baja a medida que avanza el año. Este patrón no es puntual, sino que se ha repetido de forma consistente en los últimos años, evidenciando una dinámica en la que las previsiones iniciales tienden a ser demasiado optimistas y se ajustan gradualmente conforme se dispone de mayor visibilidad sobre el entorno macroeconómico y empresarial.

MSCI Europe: Estimaciones de beneficios

Fuente: Elaboración propia



Además, los niveles de las valoraciones suponen un riesgo adicional

Actualmente, el Stoxx 600 cotiza en niveles de PER muy similares a los de 2022, cuando las valoraciones se comprimieron hasta acercarse a mínimos históricos. Las únicas referencias claramente más extremas siguen siendo el episodio del embargo petrolero de 1973 y la revolución de Irán.

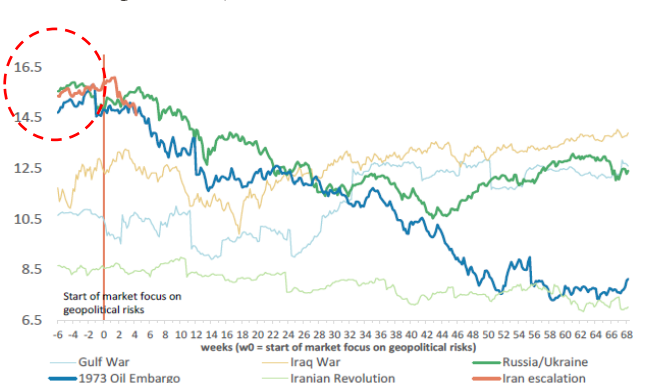
Stoxx 600: Evolución del PER

Fuente: Elaboración propia



Stoxx 600: Evolución del PER durante las crisis

Fuente: Morgan Stanley

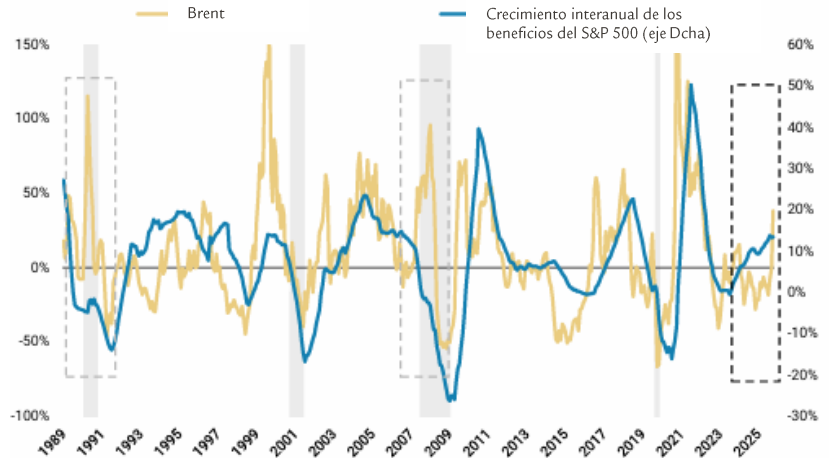


Estados Unidos esperamos que siga liderando el mercado impulsado por los beneficios empresariales al alza...

A diferencia de episodios históricos en los que fuertes repuntes del precio del petróleo han coincidido con desaceleraciones económicas o recesiones, el contexto actual presenta una dinámica distinta. **Aunque el crudo ha registrado un aumento, éste ha sido más moderado en términos interanuales, mientras que el crecimiento de los beneficios empresariales del S&P 500 muestra una tendencia de aceleración.** Esto sugiere que, por el momento, aunque pendiente de la evolución del conflicto, **el encarecimiento del petróleo no está ejerciendo la misma presión negativa sobre la actividad económica ni sobre los beneficios corporativos que en ciclos anteriores.**

S&P 500 y petróleo: evolución en distintos ciclos económicos

Fuente: Morgan Stanley



...con unas valoraciones que han corregido y se encuentran en niveles de abril 2025.

La evolución reciente de los múltiplos PER del S&P 500, el S&P de igual ponderación y las 7 Magníficas, muestra como **las diferencias en valoración entre los distintos segmentos del mercado se han reducido** en los últimos meses debido a la fuerte caída de los múltiplos de las 7 magnificas, mientras que el índice equiponderado —más representativo del conjunto del mercado— apenas ha caído, si bien se mantiene en niveles inferiores. **Este comportamiento sugiere un proceso de normalización en las valoraciones, donde el liderazgo extremo de las mega-cap tecnológicas se reduce y el mercado tiende a una mayor homogeneidad.**

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

Fuente: Elaboración propia



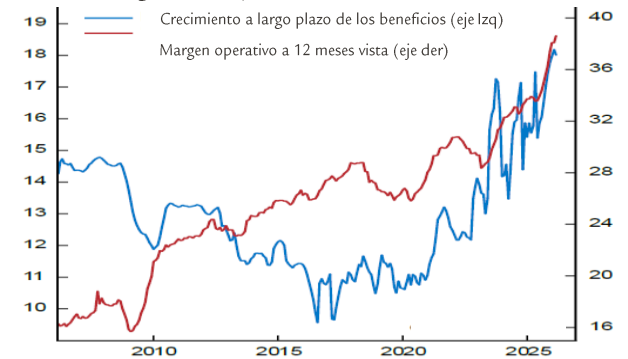
El sector tecnológico mantiene la fortaleza en crecimiento y márgenes...

Los fundamentales del sector tecnológico continúan mostrando una fortaleza destacable sin señales evidentes de deterioro. El crecimiento esperado de beneficios a largo plazo se mantiene en niveles elevados y, tras cierta volatilidad en años anteriores, ha retomado una clara tendencia al alza. Al mismo tiempo, **los márgenes operativos adelantados siguen expandiéndose**, alcanzando máximos recientes, lo que refleja una elevada capacidad de generación de ingresos y eficiencia operativa.

Esta combinación de crecimiento sólido y mejora en la rentabilidad pone de manifiesto que, **más allá de los movimientos en valoración, el sector tecnológico sigue apoyado en fundamentos robustos.**

S&P 500: beneficios y márgenes operativos del sector tecnológico

Fuente: Morgan Stanley

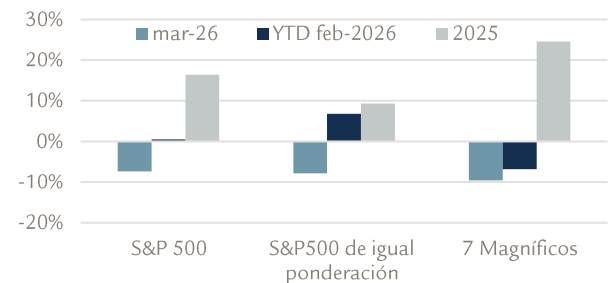


...y la mayor amplitud apunta a un crecimiento más sólido.

Tras tres años consecutivos de claro liderazgo de las acciones tecnológicas y de crecimiento, **el comportamiento del mercado en el primer trimestre de 2026 muestra una ampliación del liderazgo hacia un conjunto más diverso de sectores y estilos.** Este cambio se refleja en la evolución de los principales índices, donde el S&P 500 de igual ponderación comienza a cerrar la brecha frente al índice tradicional, y **el peso relativo de las '7 Magníficas' pierde algo de protagonismo.**

EE.UU.: principales índices en 2025 y 2026

Fuente: Elaboración propia



Esto se observa también en las correlaciones, que se han mantenido bajas, a pesar de los picos de volatilidad derivados de las fuertes caídas en el sector de software en febrero y la guerra con Irán. **La correlación entre las acciones del S&P 500 y el índice, se sitúa muy por debajo de su promedio a largo plazo.**

Por sectores, las caídas han sido generalizadas. En total, 10 de los 11 sectores del S&P 500 han visto caer su correlación a 126 días. **Solo la correlación del sector de Servicios Públicos se sitúa ligeramente por encima de su promedio mientras que los sectores de crecimiento han tenido las mayores caídas.**

Todo ello apunta a que las acciones se han visto menos influenciadas por los movimientos generales de los índices y se han visto más impulsadas por los fundamentos específicos de la industria y de la empresa.

S&P 500: Correlación media a 126 días de los sectores del S&P 500

Fuente: Ned Davis

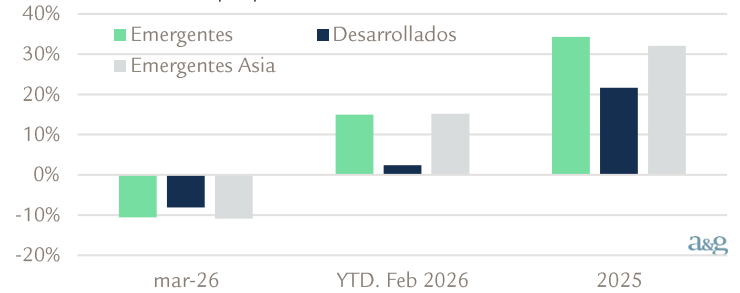
Sector	Correlación actual	Correlación media histórica	Diferencia
Servicios de Comunicación	0,12	0,44	-0,32
Consumo Discrecional	0,35	0,57	-0,22
Tecnología	0,44	0,58	-0,14
Salud	0,42	0,54	-0,12
Inmobiliario	0,63	0,75	-0,12
Financiero	0,56	0,62	-0,06
Materiales	0,51	0,57	-0,06
Consumo Básico	0,47	0,5	-0,03
Industriales	0,53	0,55	-0,02
Energía	0,66	0,67	-0,01
Servicios Públicos	0,66	0,64	0,02

Los mercados emergentes pierden impulso...

La renta variable de mercados emergentes venía registrando un comportamiento superior frente a los mercados desarrollados en lo que va de año, acumulando una notable ventaja hasta finales de febrero frente a la de los países desarrollados tras el buen comportamiento de 2025. Sin embargo, **el inicio de la guerra en Oriente Medio provocó una corrección significativa**, reflejando un cambio hacia un entorno de mayor aversión al riesgo.

Emergentes: evolución de los índices

Fuente: Elaboración propia



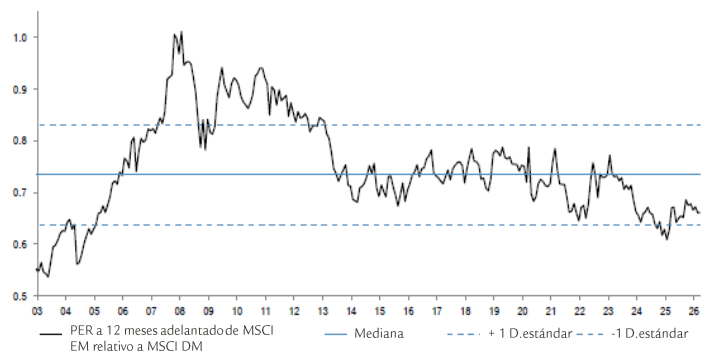
...si bien, mantienen unas valoraciones atractivas frente a desarrollados.

Las valoraciones de los mercados emergentes se mantienen en niveles históricamente atractivos frente a los mercados desarrollados, cotizando con un descuento significativo respecto a su media de largo plazo. **Actualmente, el PER a 12 meses vista se sitúa en torno a 12x, lo que implica un descuento cercano al 34% frente a los mercados desarrollados.**

Si bien las preocupaciones sobre la infraestructura energética y el repunte de los precios de las materias primas energéticas representan un factor adverso, especialmente para las economías emergentes asiáticas, el posicionamiento de los inversores sigue siendo ligero. En conjunto, este contexto sugiere que, a pesar de los riesgos a corto plazo, las valoraciones continúan ofreciendo un punto de entrada atractivo en términos relativos.

PER forward a 12 meses del MSCI EM/ Desarrollados

Fuente: JP Morgan





Fuente: OpenAI

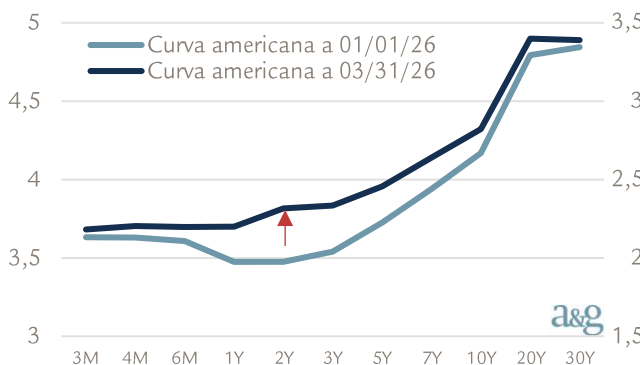
6. Renta Fija

- Repuntes en los tramos cortos de las curvas soberanas, que presentan oportunidades para capturar rentabilidades en esos plazos.
- En Europa el mercado ha pasado a descontar subidas de tipos a lo largo del año. En Estados Unidos, las bajadas que se preveían se posponen.
- Seguimos relativamente positivos, con preferencia por la deuda de grado de inversión en el tramo medio. En la parte más agresiva, preferimos bonos subordinados sobre los de alta rentabilidad.
- La renta fija sigue aportando una mejor rentabilidad-riesgo que el mercado monetario.

Durante el primer trimestre del año, **las curvas soberanas han experimentado un notable aplanamiento** impulsado principalmente por el **repunte de las rentabilidades en los tramos cortos**, que han ascendido con mayor intensidad que los largos. Este movimiento refleja un cambio sustancial en las expectativas del mercado: los inversores han descartado recortes adicionales de tipos de interés e incluso han comenzado a descontar posibles subidas, en un contexto marcado por la persistencia de **presiones inflacionistas y la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento económico**. Sin embargo, esta reacción del mercado puede ser algo exagerada en comparación, por ejemplo, con el comportamiento de la renta variable que, aunque ha sufrido, no ha corregido de forma tan extrema, lo que implica **oportunidades de revalorización para la renta fija**.

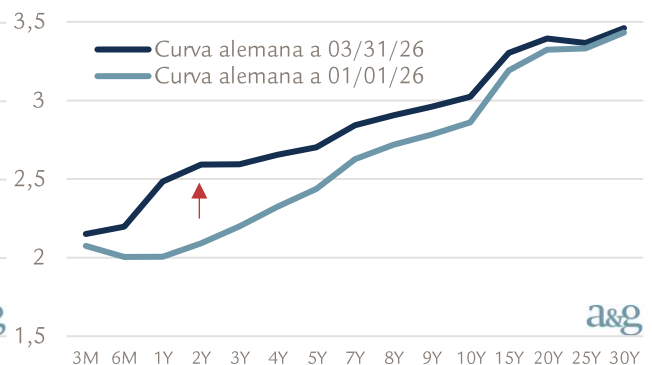
Evolución curva EE. UU. a 31/03/2026

Fuente: Elaboración propia



Evolución curva Alemania a 31/03/2026

Fuente: Elaboración propia



El mercado pone el foco en los tipos de interés...

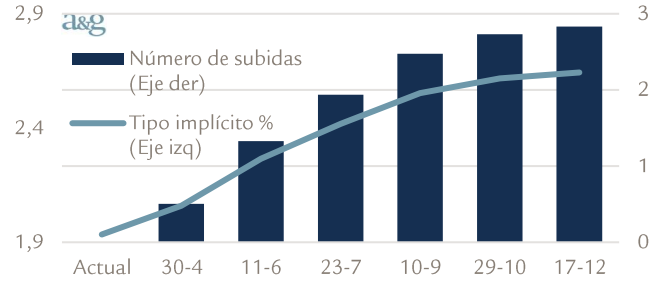
La subida de las rentabilidades en los tramos más cortos de la curva tiene una lectura más clara en Europa que en Estados Unidos. En la zona Euro, **el mercado esta descontando 70 puntos básicos de aumento del tipo de interés**, debido principalmente al foco del Banco Central Europeo en el **control de la inflación**. Unas **subidas de esta magnitud pueden suponer un frenazo muy considerable al crecimiento** de la Eurozona.

En **Estados Unidos**, sin embargo, el mercado ha pasado de pronosticar entre 2 y 3 bajadas a **descontar que no se producirá ningún movimiento**. Aunque la responsabilidad de la Reserva Federal no se focaliza solo en la inflación, sino también en el empleo y en el crecimiento, la posibilidad de una **mayor respuesta fiscal** ante los incrementos de los precios de la gasolina, una de las principales promesas del presidente Trump, puede provocar una política más restrictiva.

En definitiva, en ambas economías se ha producido un **aplanamiento en las curvas de tipos** de bonos soberanos, al subir más las rentabilidades a 2 años que a 10. Algo razonable al incrementarse las probabilidades de recesión.

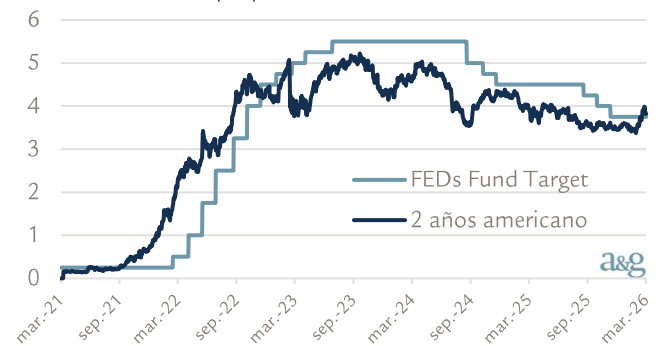
BCE, tipos de interés y expectativas del mercado

Fuente: Elaboración propia



Evolución bono 2A EE. UU. contra FEDs fund target

Fuente: Elaboración propia

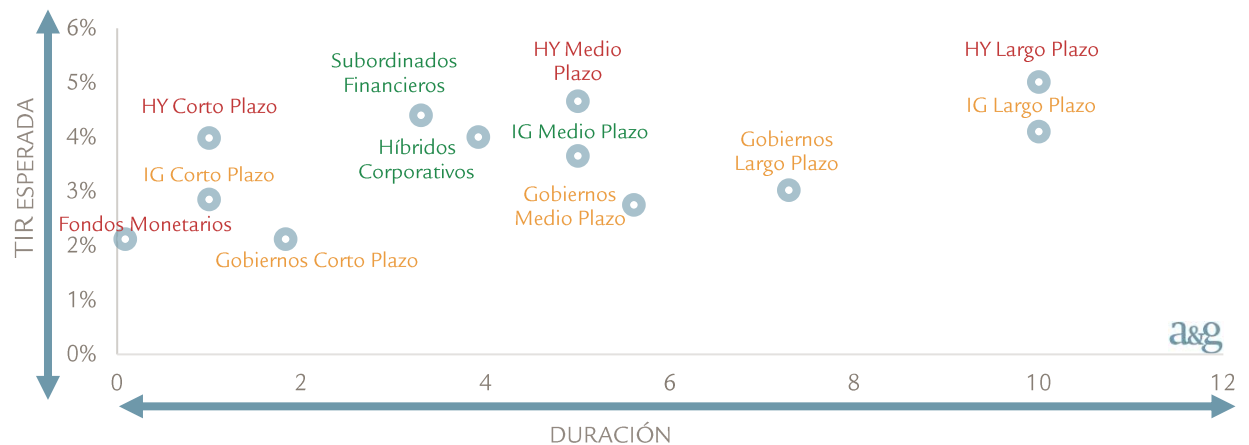


...mientras el crédito incrementa los diferenciales.

En la **deuda corporativa**, los tramos más cortos también han experimentado un incremento de su diferencial mayor que los períodos largos, mostrando un temor mayor a lo que puede ocurrir en el corto plazo. En cualquier caso, **el mercado no está descontando una recesión, por lo que pensamos que se mantiene el atractivo de estas emisiones**, mostrando unas rentabilidades no vistas desde hace meses en bonos con calificación crediticia grado de inversión y en el tramo medio de la curva. Por otra parte, sorprende la resiliencia que han demostrado las emisiones subordinadas, que si bien, muchas han tenido un comportamiento negativo en el trimestre, este ha sido mucho mejor que el que se esperaba en comparación con la deuda más agresiva, en parte, explicado por su mayor liquidez, por los fundamentales de estas compañías y por no tener exposición a riesgo divisa de emergentes.

Clases de activo: TIR esperada y duración

Fuente: Elaboración propia

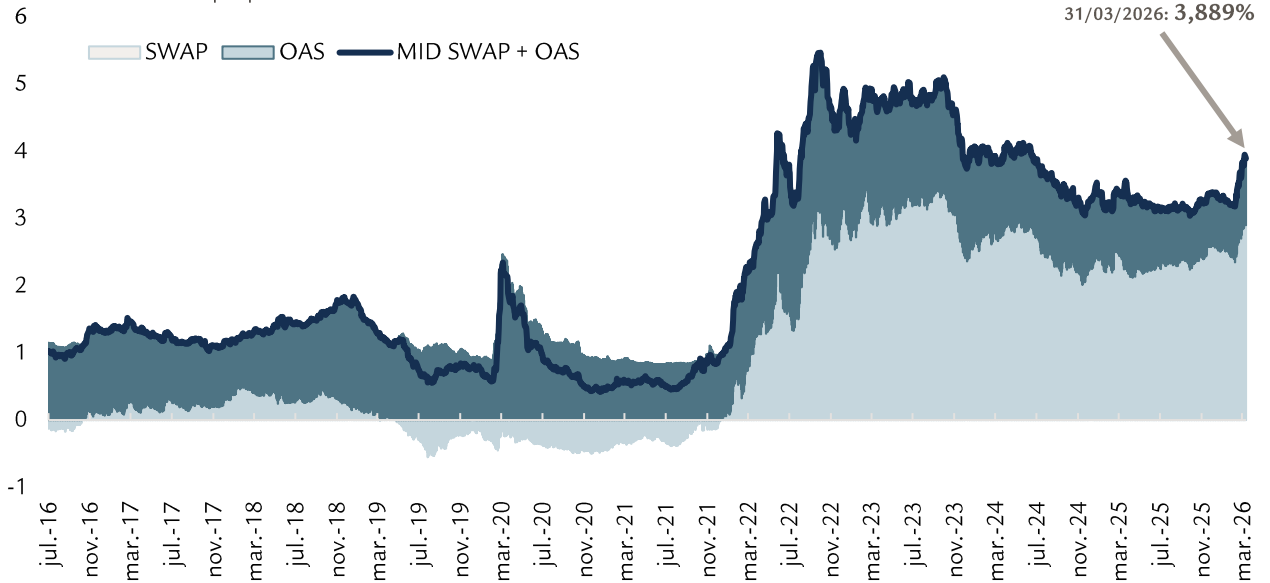


Seguimos encontrando oportunidades

Si bien el mercado ya está descontando un mal escenario, **persisten riesgos que invitan a mantener un enfoque prudente en la construcción de carteras** de renta fija. En cualquier caso, **la deuda con grado de inversión continúa superando a la inflación** y ofrece un binomio rentabilidad-riesgo especialmente atractivo, lo que justifica **mantener una exposición estructural a esta clase de activo frente a alternativas más conservadoras**, como el mercado monetario.

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 se mantienen, pero se superan las expectativas que el mercado ya ha puesto en precio en cuanto a subidas de tipos de interés (**escenarios marcados en rojo**), obtendríamos rentabilidades de entre el 2,1% y el 3,1%. De igual forma, si estas no se cumplen, el mercado mejora sus perspectivas y el Banco Central Europeo decide impulsar el crecimiento mediante recortes de tipos (**escenarios marcados en azul**), la cartera se vería beneficiada aumentando su rentabilidad, aún con repuntes en los diferenciales de crédito, obteniendo rentabilidades en torno al 4-5%, con una calificación crediticia de emisión A y emisor A+.

Análisis de sensibilidad cartera crédito y gobiernos

Fuente: Elaboración propia a 01/04/2026

TIR Esperada **3,90%**
 Duración **3,22**
 Rating Emisión **A**
 Rating Emisor **A+**

		Tipos de interés						
		-75	-50	-25	0	25	50	75
Diferenciales de crédito	-75	8,9%	8,1%	7,3%	6,5%	5,7%	4,9%	4,1%
	-50	8,1%	7,3%	6,5%	5,7%	4,9%	4,0%	3,2%
	-25	7,2%	6,4%	5,6%	4,8%	4,0%	3,2%	2,4%
	0	6,3%	5,5%	4,7%	3,90%	3,1%	2,3%	1,5%
	25	5,4%	4,6%	3,8%	3,0%	2,2%	1,4%	0,6%
	50	4,6%	3,8%	3,0%	2,1%	1,3%	0,5%	-0,3%
	75	3,7%	2,9%	2,1%	1,3%	0,5%	-0,3%	-1,1%

Diagram illustrating interest rate sensitivity: **Bajada en tipos de interés** (decrease in interest rates) and **Subida en tipos de interés** (increase in interest rates). The chart shows that a decrease in interest rates leads to a **Reducción del diferencial** (reduction of the differential), while an increase leads to an **Aumento del diferencial** (increase of the differential).



Fuente: OpenAI

7.1 Divisas

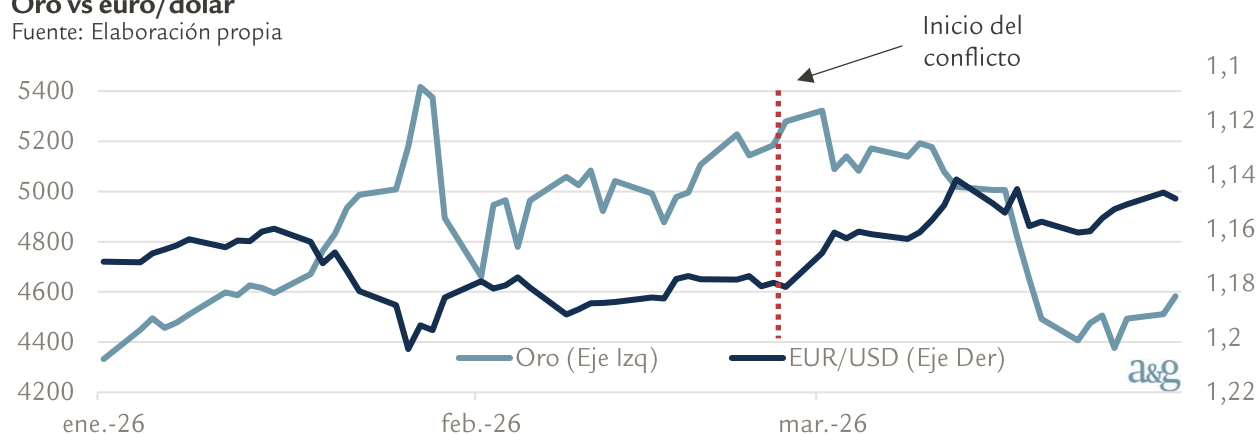
El dólar mantiene su valor como activo refugio

A comienzos de año, **el dólar continuó con la debilidad que había mostrado en 2025, alcanzando niveles de \$1,20 en su cambio con el euro**. Sin embargo, **tras la escalada del conflicto en Oriente Medio, este movimiento se revirtió** de manera significativa, **posicionando al dólar como un activo refugio** en medio de la incertidumbre global. Esta transformación lo convirtió en un **amortiguador efectivo ante las caídas en los mercados de renta fija y renta variable**, brindando una estabilidad apreciable a los inversores. Aunque los activos denominados en dólares también sufrieron caídas, estas resultaron ser más contenidas de lo esperado, gracias a las subidas en el tipo de cambio que proporcionaron un cierto alivio.

A medio plazo, es fundamental señalar que **los riesgos al alza para el dólar continúan presentes**, especialmente debido al elevado nivel de endeudamiento de Estados Unidos, lo que podría afectar su fortaleza y estabilidad futura. **A pesar de estos desafíos y la volatilidad inherente a los mercados, el dólar sigue desempeñando un papel relevante en la construcción de carteras**. Su presencia es esencial para la diversificación y la mitigación de riesgos en un entorno de mercado complejo, **lo que nos lleva a mantener un posicionamiento neutral** en nuestra estrategia. Este enfoque nos permite adaptarnos a las fluctuaciones del mercado, mientras aprovechamos las oportunidades que el dólar puede ofrecer en el contexto actual.

Oro vs euro/dólar

Fuente: Elaboración propia





Fuente: OpenAI

7.2 Materias Primas

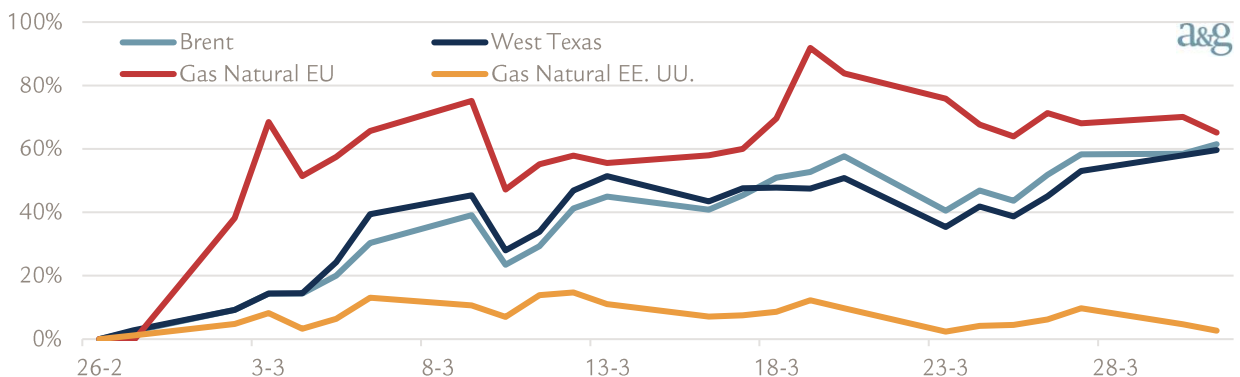
El conflicto en Oriente Medio mantiene elevados los precios del petróleo

Mientras que **a principio de año el foco se centraba en los metales preciosos**, el cierre del estrecho de Ormuz ha causado grandes **subidas generalizadas tanto en el precio del petróleo, como en el gas natural europeo**. Aún así, se observan **discrepancias elevadas dentro de estas clases de activos**. El barril de Brent ha superado al West Texas en más de un 16%, mientras que, desde el inicio del conflicto, el gas natural europeo repuntó más del 70% frente al que cotiza en Estados Unidos, donde no afectó apenas por el conflicto, pero que este año cotiza con un diferencial de +80% respecto al europeo, por el movimiento a finales de enero causado por una ola de frío. Otra de las principales consecuencias son los **daños permanentes a las infraestructuras de toda la región**, que con un conflicto aún por resolver, **pueden mantener unos precios en niveles elevados** durante un período prolongado.

Respecto a los metales preciosos, si bien siguen en positivo en lo que va de año, **cayeron a medida que se endurecía el conflicto**, sin llegar a consolidar las fuertes subidas que experimentaron en los primeros meses. En parte, esto se explica por los **flujos de salida de grandes inversores**, entre ellos, algunos bancos centrales de países afectados por el cierre del Estrecho o fondos de cobertura, que o bien, han visto reducidos sus ingresos derivados del petróleo o bien, por necesidades de liquidez para evitar requerimientos de margen o “margin calls”, se han visto obligados a vender parte del oro de sus reservas o de sus inversiones.

Variación de precios: petróleo y el gas tras la escalada en Oriente Medio

Fuente: Elaboración propia



8. Posicionamiento

Nuestro escenario central continúa condicionado por la evolución del contexto geopolítico, en particular por la posible desescalada —total o parcial— del actual conflicto bélico. Consideramos que, **incluso en un escenario de normalización progresiva, el precio del petróleo se mantendrá en niveles superiores a los estimados antes del conflicto**. No obstante, entendemos este fenómeno principalmente como un shock de oferta, con efectos acotados y sin una traslación estructural significativa a la demanda global. Este entorno se traduce en unas **expectativas de inflación más elevadas de lo previsto a comienzos de año, así como en unos tipos de interés que podrían permanecer en niveles superiores durante más tiempo**. A medida que estas condiciones financieras más restrictivas se consoliden, anticipamos un impacto gradual y limitado sobre la demanda y el crecimiento económico, **aumentando los riesgos al alza de un escenario de estanflación, si bien no lo consideramos, por ahora, nuestro escenario central**.

En este contexto, **los mercados de renta variable** han experimentado correcciones que, en nuestra opinión, **reflejan un escenario que puede considerarse excesivamente adverso**. Las valoraciones actuales han sufrido unas correcciones que las sitúan en unos niveles razonables ya que consideramos que el contagio a la estimación de beneficios será limitado, lo que abre la puerta a **oportunidades selectivas de inversión**. No obstante, mantenemos un enfoque relativamente prudente, **con preferencia por** áreas geográficas como **Estados Unidos e identificamos mayores vulnerabilidades en Europa y Asia**, regiones más expuestas tanto al ciclo energético como a la desaceleración del comercio global.

En renta fija, consideramos que **los tramos cortos y medios de la curva** —en torno a los tres años— **ofrecen actualmente un binomio rentabilidad-riesgo atractivo**, con rendimientos que estimamos capaces de batir la inflación en ese horizonte. Mantenemos una **visión positiva sobre el crédito con grado de inversión**, donde los diferenciales compensan adecuadamente el riesgo asumido.

Por último, **seguimos defendiendo la inclusión de activos defensivos como el oro y el dólar** dentro de las carteras. Ambos continúan desempeñando un papel relevante como **estabilizadores en un entorno de elevada incertidumbre**. Si bien la volatilidad reciente —derivada en parte de las necesidades de liquidez de inversores y bancos centrales— ha afectado a su comportamiento en el corto plazo, su capacidad de diversificación y preservación de valor sigue siendo clave en la construcción de carteras equilibradas.

En definitiva, afrontamos el trimestre con **una visión constructiva pero prudente**, priorizando la diversificación, la calidad de los activos y la flexibilidad táctica como pilares fundamentales de nuestra estrategia de inversión. 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 pequeñas y medianas compañías
- Neutrales en growth respecto a value
- Neutrales en cíclicas respecto a defensivas



Otros posicionamientos

- Positivos en renta fija corporativa
- Neutrales en dólar a corto y positivos a medio plazo
- Positivos en metales preciosos
- Positivos en materias primas

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 de los últimos tres años. Aunque es bastante probable que la **Reserva Federal no mantenga su política monetaria expansiva** durante los próximos meses, nuestro escenario se apoya principalmente en su **autonomía energética, su crecimiento sólido de los beneficios empresariales y unas valoraciones más atractivas tras las caídas sufridas durante el mes de marzo**, dentro de un contexto de **crecimiento económico que entendemos seguirá siendo resiliente** y con el **viento de cola de la política fiscal**. Por otro lado, 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 **siga diluyendo**, con una aceleración del crecimiento de beneficios en el resto de las compañías que componen el principal índice americano, así como en las compañías 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 superiores a las de otras economías**, creemos que los recortes del mes de marzo las **han normalizado hasta unos niveles bastantes razonables**, ya que sus estimaciones de beneficios serán más resilientes que las de otras áreas geográficas. Si miramos internamente, se mantiene una **importante divergencia**: 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. 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 más exigentes, **nuestra perspectiva positiva se basa en aspectos como su resiliencia económica y liderazgo global en innovación**. La economía estadounidense evitará la recesión gracias a su **elevada inversión empresarial y un mercado laboral que, a pesar de estar algo más debilitado, permanece relativamente robusto**, lo que ha sostenido unos beneficios corporativos con crecimientos superiores al doble dígito. Además, **sectores como inteligencia artificial, tecnología y energía 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**.

El mayor riesgo que consideramos es que una elevada inflación actúe como catalizador de una subida de las rentabilidades de la deuda que se vaya incrementado por el déficit fiscal y algunos problemas para su financiación. Niveles del 4,50% en el bono a 10 años o del 5% en el de 30 años pueden dar esas señales de alarma.

Neutrales en Europa

Mantenemos la neutralidad en el viejo continente. Si bien muchas compañías europeas presentan **valoraciones más atractivas** en comparación con Estados Unidos, lo que ha reavivado el interés de los inversores internacionales, **su dependencia energética** es una losa que **afectará negativamente a la inflación y a la política monetaria**. Aunque para 2026, **las perspectivas de beneficios en Europa apuntan a un crecimiento del 12% según el consenso**, la experiencia dice que **en muchas ocasiones acaban siendo revisados a la baja**, algo que vemos probable en este entorno. 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. Sin embargo, **su dependencia energética es una espada de Damocles que le puede pesar en este entorno**. Además, **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. En conjunto, la renta variable europea ofrece estabilidad y valor relativo, pero con un potencial de crecimiento más moderado y condicionado por factores estructurales. **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, donde existe un equilibrio interesante entre oportunidades estructurales y riesgos coyunturales. Por un lado, la región sigue siendo **uno de los principales motores del crecimiento global**, con economías como China, India o el sudeste asiático mostrando un dinamismo superior al de otras áreas desarrolladas. Este crecimiento se refleja en el **aumento de beneficios empresariales, especialmente en sectores clave como la tecnología, los semiconductores y la inteligencia artificial**, donde países como Taiwán y Corea del Sur tienen un papel protagonista. Además, las **políticas públicas** en algunas economías están **orientadas a estimular la inversión y el consumo**, mientras que tendencias de fondo como la digitalización y la **expansión de la clase media refuerzan el atractivo a largo plazo**. A esto se suma que, **en términos relativos, las valoraciones pueden resultar más atractivas que en mercados como el estadounidense, aportando diversificación a las carteras**.

Sin embargo, estos factores positivos conviven con **importantes riesgos**. La fuerte **dependencia de sectores tecnológicos implica vulnerabilidad** ante posibles correcciones si se modera el ciclo de inversión en innovación o inteligencia artificial. Asimismo, muchas economías asiáticas están **altamente expuestas a factores externos**, como la evolución del comercio global o los **precios de la energía ante su dependencia energética**, lo que puede incrementar la volatilidad. Las **tensiones geopolíticas en la región**, junto con la incertidumbre global, también afectan de forma significativa al sentimiento inversor. Por otro lado, algunos segmentos del mercado han experimentado subidas notables en los últimos años, lo que ha elevado sus valoraciones y limita el potencial a corto plazo. Finalmente, **los riesgos regulatorios y políticos**, especialmente en China, siguen siendo un elemento clave que puede impactar tanto en la confianza como en los flujos de inversión. En conjunto, se trata de un mercado con un elevado potencial, pero que exige una gestión cuidadosa del riesgo.

En definitiva, no dudamos que **debemos incluir en nuestras carteras la renta variable emergente con una visión de largo plazo**, si bien debemos asumir su elevada volatilidad en momentos de incertidumbre y asumir este escenario como algo beneficioso en el tiempo.

Neutrales en crecimiento respecto a valor

Mantenemos nuestro posicionamiento neutral. Las compañías clasificadas como de **crecimiento**, especialmente aquellas relacionadas con la tecnología e innovación, **mantienen un potencial atractivo impulsado por avances significativos en inteligencia artificial, la digitalización y la innovación tecnológica**, pero presentan múltiples más exigentes y mayor sensibilidad a unos tipos de interés que deberían estar más elevados que lo que se descontaba hace unos meses. 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** y podrían verse beneficiadas en un entorno de precios más elevados de las materias primas.

El entorno actual tiende a favorecer un enfoque equilibrado: el crecimiento aporta potencial y exposición a megatendencias, mientras que el valor ofrece estabilidad y protección en escenarios más inciertos. **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. A pesar de su mayor exposición a los tipos a corto plazo, nuestra tesis se basa en sus **valoraciones atractivas, mayor potencial de crecimiento y flexibilidad**. 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. Por otro lado, suelen contar con menor liquidez, mayor sensibilidad a los tipos de interés y menor acceso a la financiación y al capital.

Aunque las grandes compañías aportan estabilidad, el entorno actual parece abrir una ventana de oportunidad para las pequeñas y medianas empresas, especialmente si se consolida una mejora del ciclo económico. **Su mayor potencial de crecimiento y valoraciones relativas más atractivas justifican una preferencia táctica por este segmento, siempre teniendo en cuenta su mayor nivel de riesgo y volatilidad.**

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.

En este contexto **adoptar una posición equilibrada entre ambos estilos parece lo más adecuado**. Los sectores defensivos aportan estabilidad y protección en momentos de incertidumbre, mientras que los cíclicos permiten capturar el potencial de crecimiento cuando el entorno mejora. La clave está en **combinar ambos de forma flexible**. 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 está en torno a los 3,5 años**. En un entorno de aplanamiento de las curvas de tipos de interés, el diferencial de rentabilidad que ofrecen los plazos largos es muy limitado para el riesgo asumido. Creemos que esa es la opción adecuada siempre y cuando **optemos por el tramo inferior a los 5 años**. 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.

En definitiva, **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

Mantenemos la neutralidad. Nos encontramos en un **buen entorno para los bonos privados, con los tipos de interés razonablemente bajos, beneficios empresariales estables y compañías bien financiadas**. El incremento de los diferenciales de crédito permite observar unos niveles de rentabilidad total no vistos desde hace meses, con morosidad limitada salvo que exista contagio por parte del crédito privado.

Entendemos que **una exposición equilibrada entre los bonos de gobierno y corporativos con grado de inversión** ayuda a un incremento de la esperanza de rentabilidad en las carteras con un riesgo ajustado.

Positivos en híbridos y AT1s respecto a la alta rentabilidad

Mantenemos nuestra preferencia en la subordinación respecto a los bonos de alta rentabilidad. **Evitaríamos las compañías con peor calificación crediticia dado que ya se observan fuertes repuntes en los diferenciales de crédito de los eslabones más débiles**, que se están trasladando progresivamente a las calificaciones más bajas. Así mismo, creemos que serán los activos con más riesgo de contagio de los problemas de iliquidez del crédito privado. 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.

En consecuencia, **para aquellos inversores que busquen mayor rentabilidad y sean capaces de asumir mayor riesgo, ambas clases son dos de nuestras posiciones favoritas**.

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 de que **estamos en plena etapa de desdolarización por parte de determinadas economías, la Eurozona se enfrenta a un crecimiento económico moderado y una debilidad energética, lo que limita el potencial de apreciación de su divisa**. Por otro lado, la economía de **Estados Unidos mantiene un fuerte superávit energético y la Reserva Federal ha mantenido una política monetaria relativamente restrictiva** para controlar la inflación. 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. Independientemente de posibles valoraciones, seguimos pensando que el excepcionalismo americano no está muerto y que el dólar actuará como activo refugio en momentos de riesgo.

Tenemos cierta tendencia a ir acumulando dólares en niveles cercanos a 1,20, pensando en el medio plazo y como manera de dar equilibrio a las carteras



Renta Variable



Renta Fija



Liquidez

Infraponderar Neutral Sobreponderar



Cambio Clase de Activos

	Infraponderar	Neutral	Sobreponderar
Renta Variable	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Renta Fija	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Liquidez	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Renta Variable			
Europa	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
USA	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Emergentes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Relativos			
Europa / USA	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Desarrollados / Emergentes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Growth / Value	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Large / Small and Mid Caps	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Cíclicos / Defensivos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Renta Fija			
Duración	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Relativos			
Gobiernos / Crédito	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Grado de Inversión / Alta rentabilidad	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Divisas			
USD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>



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