



# Negociación y desarrollo

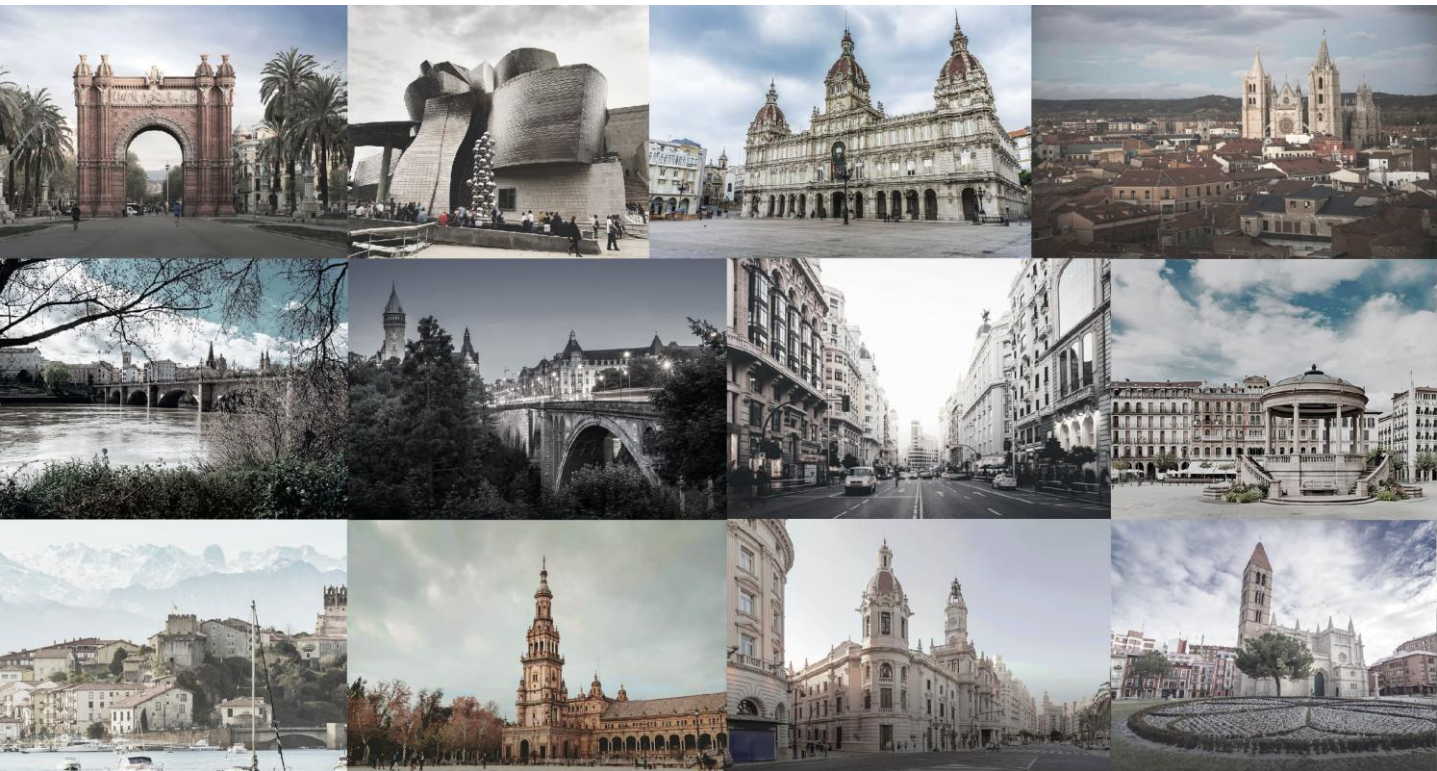
Estrategia 3T 2026

1 de Julio de 2026

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

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA



# Índice

1	Estrategia 3T 2026: Negociación y desarrollo
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 3T 2026

El segundo trimestre del ejercicio ha vuelto a poner de manifiesto la capacidad de los mercados para mirar más allá de la incertidumbre inmediata. **Las principales bolsas han registrado avances de doble dígito**, impulsadas por unos **sólidos resultados empresariales y**, especialmente, por el buen comportamiento del **sector tecnológico**. A pesar de la persistencia de **riesgos geopolíticos** y de un entorno macroeconómico menos favorable, los inversores han optado por mantener una **visión constructiva**, descontando que estos factores tendrán un **impacto limitado y, sobre todo, temporal** sobre la inflación y el crecimiento.

Sin embargo, más allá del comportamiento de los mercados, seguimos asistiendo a cambios de mayor calado. **El nuevo orden mundial continúa tomando forma y**, con él, aparecen nuevas fuentes de incertidumbre que conviene seguir de cerca.

En el corto plazo, la evolución del conflicto en Oriente Medio y **la reapertura progresiva del estrecho de Ormuz han reducido parte de la tensión**. Pero también dejan una conclusión relevante: **la energía probablemente incorporará una prima de riesgo más elevada** de forma estructural.

Al mismo tiempo, **la Reserva Federal continúa siendo otro de los grandes focos de atención**. Los mercados siguen reajustando sus expectativas sobre los tipos de interés. Antes de la guerra se esperaban hasta 3 bajadas este año y ahora estamos hablando de una o dos subidas de tipos por parte de la Reserva Federal.

**Si levantamos la vista del corto plazo**, probablemente el verdadero factor que marcará este ciclo económico sea otro: **la inteligencia artificial**. Más allá de su impacto en determinados sectores o compañías, estamos ante una transformación que afecta a la productividad global, los modelos de negocio y, en última instancia, a la forma en que trabajamos y vivimos. Es un **proceso todavía muy temprano, con un enorme potencial, pero también con interrogantes** que exigirán tiempo para resolverse. No hay visibilidad suficiente para apostar con rotundidad por ninguno de los dos escenarios contrapuestos.

Nos esperan años especialmente interesantes para los inversores. **En un entorno donde los cambios serán cada vez más rápidos, será fundamental mantener la capacidad de adaptación sin renunciar al rigor**. Las valoraciones seguirán siendo importantes, pero entender las grandes tendencias que están transformando la economía será, probablemente, igual de decisivo.

## 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	Anterior*	Actual
Global	3,2%	3,2%	3,0%	2,9%	3,1%	3,1%	3,4%	3,4%	4,0%	4,3%	3,3%	3,7%						
EEUU	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,0%	2,1%	2,7%	2,7%	3,2%	3,4%	2,4%	2,5%	3,8%	3,8%	3,5%	3,7%	3,3%	3,5%
Zona Euro	1,5%	1,5%	0,9%	0,6%	1,3%	1,2%	2,1%	2,1%	2,8%	2,9%	2,1%	2,2%	2,0%	2,0%	2,3%	2,5%	2,2%	2,3%
Alemania	0,3%	0,3%	0,7%	0,6%	1,3%	1,1%	2,2%	2,2%	2,7%	2,7%	2,3%	2,3%						
Francia	0,9%	0,9%	0,9%	0,6%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	2,0%	2,3%	1,7%	1,9%						
Italia	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,8%	0,7%	1,7%	1,7%	2,4%	2,8%	1,8%	2,0%						
España	2,9%	2,9%	2,2%	2,2%	1,9%	1,8%	2,7%	2,7%	3,0%	3,3%	2,1%	2,4%						
Reino Unido	1,4%	1,4%	0,8%	1,0%	1,2%	1,1%	3,4%	3,4%	3,1%	3,2%	2,3%	2,6%	3,8%	3,8%	3,8%	3,9%	3,3%	3,3%
Canadá	1,7%	1,7%	1,2%	0,7%	1,7%	1,9%	2,1%	2,1%	2,5%	2,6%	2,0%	2,0%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,6%	2,6%
Rusia	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	1,3%	1,3%	8,8%	8,8%	5,8%	5,5%	4,6%	4,5%	16,0%	16,0%	12,6%	13,0%	9,0%	9,5%
Brasil	2,3%	2,3%	1,8%	1,9%	1,8%	1,8%	5,0%	5,0%	4,3%	4,6%	3,9%	4,0%	15,0%	15,0%	12,9%	13,3%	10,6%	11,1%
Asia																		
Japón	1,2%	1,2%	0,7%	0,6%	0,9%	0,8%	3,2%	3,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,1%	0,8%	0,8%	1,1%	1,2%	1,4%	1,4%
China	5,0%	5,0%	4,6%	4,6%	4,4%	4,4%	0,0%	0,0%	1,0%	1,2%	1,1%	1,1%	1,6%	1,6%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
India	6,4%	6,4%	7,5%	7,5%	6,7%	6,6%	4,6%	4,6%	2,0%	2,0%	4,6%	5,0%	5,3%	5,3%	5,3%	5,5%	5,5%	5,6%

\* Estimación del informe mensual de junio de 2026

# 3. Evolución por clases de activos

Precios a cierre del 30/06/2026

## RENTA VARIABLE

Global	Precio	Junio	3Meses	YTD	2025	2024
BLOOMBERG World Large & Mid Caps € Hedge	2.272	-0,20%	14,31%	10,29%	16,25%	17,83%
MSCI All Countries EURHedge	4.971	-0,07%	14,83%	11,41%	16,87%	19,27%
BLOOMBERG World Large & Mid Caps EUR	2.462	1,31%	15,43%	13,31%	6,11%	20,28%
MSCI All Countries EUR	421	1,14%	15,35%	13,44%	6,33%	16,02%
SINTETICO BBG World Large&Mid 50€/50€Hedge	2.367	0,56%	14,87%	11,80%	11,18%	19,06%
MSCI World EURHedge	328	-0,25%	13,07%	8,69%	15,20%	18,98%
MSCI World Growth	7.533	-1,12%	18,65%	8,44%	20,42%	35,95%
MSCI World Value	4.752	-0,48%	8,59%	9,35%	18,24%	8,67%
Europa	Precio	Junio	3Meses	YTD	2025	2024
Stoxx 600	642	2,51%	10,05%	8,37%	16,66%	5,98%
EuroStoxx50	6.328	4,59%	13,62%	9,27%	18,29%	8,28%
Ibex35	19.472	6,04%	14,21%	12,50%	49,27%	14,78%
FTSE100	10.497	0,84%	3,15%	5,70%	21,51%	5,69%
MSCI Europe Growth	234	3,06%	13,99%	8,97%	7,31%	4,47%
MSCI Europe Value	183	2,80%	7,29%	8,63%	25,84%	6,90%
Estados Unidos	Precio	Junio	3Meses	YTD	2025	2024
S&P500	7.499	-1,06%	14,87%	9,55%	16,39%	23,31%
Nasdaq Composite	26.214	-2,81%	21,41%	12,79%	20,36%	28,64%
Dow Jones	52.319	2,52%	12,90%	8,85%	12,97%	12,88%
Russell 1000	4.094	-0,61%	14,81%	9,67%	15,89%	22,84%
Russell 2000	3.024	3,60%	21,15%	21,86%	11,29%	10,02%
MSCI USA Growth	16.532	-1,72%	20,22%	8,54%	20,98%	34,21%
MSCI USA Value	4.530	-0,35%	9,41%	10,02%	12,31%	11,63%
Asia	Precio	Junio	3Meses	YTD	2025	2024
Topix	3.995	0,95%	14,21%	17,18%	22,41%	17,69%
Nikkei 225	70.062	5,63%	37,21%	39,18%	26,18%	19,22%
MSCI Asia ex Japan	1.143	-1,54%	27,02%	25,17%	29,73%	9,75%
MSCI India	2.903	0,83%	9,47%	-5,60%	8,13%	14,33%
MSCI China	70	-7,54%	-7,57%	-15,27%	28,31%	15,66%
Shanghai Composite	4.094	0,63%	5,20%	3,16%	18,41%	12,67%
Emergentes	Precio	Junio	3Meses	YTD	2025	2024
MSCI Emerging Markets Local Currency	109.634	-0,34%	23,38%	25,56%	28,35%	10,54%
MSCI EM USD	1.723	-1,67%	23,31%	22,68%	30,58%	5,05%
MSCI EM EUR	780	0,63%	25,02%	27,22%	17,76%	14,68%
MSCI EM Currency Index USD	1.855	-1,03%	1,25%	0,12%	7,23%	-0,73%
Sectorial (MSCI World)	Precio	Junio	3Meses	YTD	2025	2024
Energía	313	-6,30%	-13,91%	17,05%	9,81%	-0,37%
Materiales	430	-5,67%	0,96%	8,43%	23,38%	-7,46%
Industria	571	2,65%	11,72%	14,24%	23,36%	11,65%
Consumo Discrecional	486	-4,11%	8,50%	-3,38%	7,42%	20,36%
Consumo Estable	311	0,89%	1,14%	4,67%	6,43%	3,45%
Salud	403	4,91%	6,37%	0,97%	13,21%	-0,14%
Financiero	237	3,42%	11,15%	2,70%	26,06%	23,75%
Tecnología	1.181	-1,98%	33,50%	21,32%	22,95%	32,18%
Servicios de Comunicación	166	-8,05%	6,89%	-0,61%	30,94%	32,57%
Utilities	214	1,81%	-0,69%	7,57%	21,69%	9,96%
Inmobiliario	1.108	-1,19%	4,78%	5,12%	3,74%	-0,59%

# 3. Evolución por clases de activos

Precios a cierre del 30/06/2026

## RENTA FIJA

Tipos	Precio	Junio	3Meses	YTD	2025	2024
Gobiernos 2 años Estados Unidos (pb)	4,17%	17	38	70	-77	-1
Gobiernos 5 años Estados Unidos (pb)	4,23%	9	28	50	-66	53
Gobiernos 10 años Estados Unidos (pb)	4,47%	3	15	30	-40	69
Gobiernos 30 años Estados Unidos (pb)	4,95%	-2	4	11	6	75
Tipos Swap 2 años EEUU	4,02%	16	40	71	-77	1
Tipos Swap 5 años EEUU	3,93%	7	31	47	-57	51
Tipos Swap 10 años EEUU	4,05%	1	18	24	-27	60
Tipos Swap 30 años EEUU	4,21%	-4	8	4	23	62
Diferencia Tipos Gobierno - Swap 10 años EEUU	0,42%	2	-3	6	-13	9
Gobiernos 2 años Alemania (pb)	2,53%	0	-9	41	4	-32
Gobiernos 5 años Alemania (pb)	2,60%	-4	-13	15	29	21
Gobiernos 10 años Alemania (pb)	2,86%	-8	-14	0	49	34
Gobiernos 30 años Alemania (pb)	3,42%	-8	-4	-6	88	33
Tipos Swap 2 años zona Euro	2,71%	0	-13	45	7	-60
Tipos Swap 5 años zona Euro	2,73%	-3	-11	16	33	-19
Tipos Swap 10 años zona Euro	2,91%	-6	-15	-1	56	-13
Tipos Swap 30 años zona Euro	3,08%	-7	-2	-17	1	0
Diferencia Tipos Gobierno - Swap 10 años Alemania	-0,05%	-2	1	1	-7	47
Gobiernos 2 años España (pb)	2,59%	-1	-14	33	1	-71
Gobiernos 5 años España (pb)	2,80%	-4	-20	16	6	-4
Gobiernos 10 años España (pb)	3,34%	-1	-16	6	23	7
Gobiernos 2 años Italia (pb)	2,71%	3	-18	51	-22	-57
Gobiernos 5 años Italia (pb)	3,04%	0	-25	19	-2	-20
Gobiernos 10 años Italia (pb)	3,63%	-2	-28	8	3	-18
Índices Gobierno Europa 3-5 años	227	0,26%	1,41%	0,64%	2,48%	2,52%
Índices Gobierno USA 3-5 años	405	0,04%	-0,02%	-0,05%	6,85%	2,26%

## CRÉDITO

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2025	2024
Diferencial Investment Grade Europa	52	-1	-20	1	-7	-1
Índice Investment Grade Europa 3-5 años	265	0,36%	2,15%	1,06%	3,68%	4,95%
Diferencial High Yield Europa	245	-14	-108	0	-69	3
Índice High Yield Europa 3-5 años	775	0,60%	3,66%	1,98%	5,00%	7,93%
Diferencial Investment Grade USA	51	1	-12	1	0	-7
Índice Investment Grade USA 3-5 años	328	0,11%	0,82%	0,68%	7,89%	4,53%
Diferencial High Yield USA	306	6	-80	-11	5	-45
Índice High Yield USA 3-5 años	556	0,29%	2,53%	2,04%	7,81%	8,29%
Índices Subordinados financieros	327	0,48%	2,46%	1,44%	4,59%	6,79%
Índices AT1	210	1,11%	4,99%	3,47%	8,72%	14,09%
Índices Gobiernos Emergentes Local Currency	165	-0,28%	-53,17%	1,67%	9,29%	1,68%

## MATERIAS PRIMAS

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2025	2024
Oro	4.008,02	-11,72%	-14,14%	-7,21%	64,58%	27,22%
Brent	72,92	-20,78%	-29,86%	19,84%	-18,48%	-3,12%
Metales Preciosos	417,59	-13,99%	-15,67%	-9,27%	72,84%	19,00%
Metales Industriales	171,02	-7,93%	1,00%	4,68%	16,44%	-1,63%

## DIVISAS

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2025	2024
Euro / Dólar	1,1422	-2,03%	-1,13%	-2,76%	13,44%	-6,21%
Euro / Libra	0,8613	-0,60%	-1,39%	-1,19%	5,35%	-4,55%
Euro / Yen	185,68	0,01%	1,25%	0,91%	13,04%	4,53%
MSCI EM Currency Index USD	1.854,68	-1,03%	1,25%	0,12%	7,23%	-0,73%

## OTROS

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2025	2024
Bitcoin	58.642	-20,30%	-14,01%	-33,09%	-6,47%	120,46%
Ethereum	1.574	-21,92%	-25,27%	-47,15%	-11,02%	46,63%
Solana	74	-10,39%	-11,41%	-40,77%	-35,51%	85,49%



Fuente: OpenAI

## 4. Perspectivas económicas

- El ciclo global sigue resistiendo con divergencias crecientes entre regiones.
- El shock energético ha vuelto a inclinar los riesgos de inflación al alza, aunque su impacto debería ser limitado.
- El tono de los bancos centrales se ha vuelto más restrictivo ante el repunte de los riesgos inflacionistas, con menor margen para relajar la política monetaria y una comunicación cada vez más dependiente de los datos.

### Clave 1: Geopolítica

#### Un entorno de fragmentación, mayor incertidumbre y cambios estructurales...

La evolución de las negociaciones en **Oriente Medio a corto plazo puede condicionar el desarrollo del ciclo** económico y financiero, pero **a medio plazo forma parte de una dinámica más amplia** de transformación estructural de la economía global. Los mercados están girando hacia un **nuevo régimen caracterizado por la interacción** entre geopolítica, fragmentación económica y cambio tecnológico acelerado.

El aumento de las tensiones geopolíticas, incluyendo la guerra en Ucrania, los conflictos en Oriente Medio y la creciente rivalidad entre Estados Unidos y China, ha redefinido las prioridades de gobiernos y empresas. La eficiencia deja de ser el único criterio de optimización, y la resiliencia adquiere un papel central. **Esto está impulsando la reconfiguración de las cadenas de suministro** mediante estrategias de relocalización, deslocalización cercana y diversificación hacia países aliados o considerados de confianza, junto con un mayor protagonismo de la política industrial. En paralelo, **la búsqueda de seguridad económica está acelerando la inversión en sectores estratégicos**, mientras que **la inteligencia artificial se consolida como un vector clave** de productividad y competitividad.

#### Fuerzas detrás del nuevo régimen

Fuente: Elaboración propia



## ...donde el precio del petróleo ha subido menos que en conflictos anteriores...

Pese a la magnitud de la producción afectada, **el precio del petróleo se ha mantenido contenido**. Detrás está la respuesta institucional, que ha sido significativamente más contundente. A los pocos días del inicio del conflicto, los 32 países miembros de la Agencia Internacional de la Energía activaron **la mayor liberación de reservas estratégicas de su historia**, con 400 millones de barriles, más del doble de lo desplegado tras el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania en 2022. En paralelo, Estados Unidos ha contribuido con más de 170 millones de barriles a lo largo del año mediante su reserva estratégica, reforzando el intento de contener tensiones en los precios.

## Crisis petroleras: impacto en el precio del petróleo

Fuente: Elaboración propia

Indicador	Embargo de 1973	Crisis iraní 1979-1980	Guerra del Golfo (1990)	Crisis del Golfo/Hormuz 2026
% producción afectada	8%	6-8%	6-7%	<b>18,70%</b>
Causa principal	Embargo político OAPEC	Revolución iraní + guerra Irán-Irak	Invasión de Kuwait por Irak	Guerra regional + cierre de Hormuz + daños
Duración inicial	Oct 1973 - Mar 1974 (5 meses)	Nov 1979- Ene 1981 (14 meses)	9 meses	28 Feb 2026 (4 meses y en curso)
Impacto en precios	+300% aprox.	+100% aprox.	+100% aprox.	<b>+50%</b>

## ...pero la reposición de los inventarios supone un riesgo de precios más altos a medio plazo...

Aunque **la reapertura del Estrecho de Ormuz** reduzca parte de la prima de riesgo geopolítica, **no elimina de inmediato las presiones sobre los precios** de los combustibles. La fuerte caída prevista de los inventarios de crudo y otros líquidos en la OCDE apunta a un mercado todavía ajustado, en el que **la reposición de reservas antes del invierno podría sostener precios elevados**. Este contexto, combinado con el aumento estacional de la demanda energética, podría traducirse en una **presión adicional sobre los precios, especialmente en Europa**, que afronta una demanda estacional más intensa durante el invierno.

## OCDE: Inventarios comerciales de petróleo

Fuente: US Energy Administration

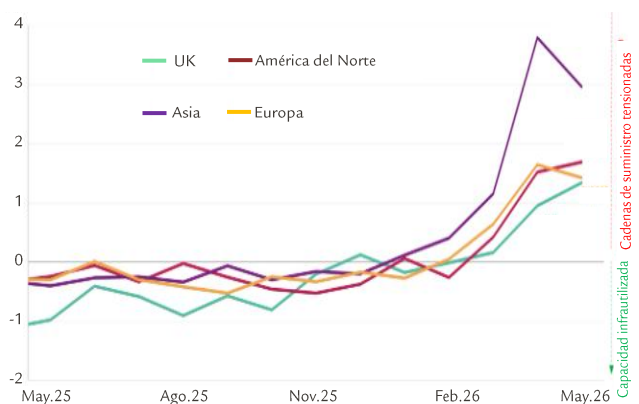


## ...y las presiones en las cadenas de suministro globales pueden prolongar los costes de transporte y abastecimiento.

La disrupción ha obligado a las empresas a rediseñar rutas, acumular inventarios preventivos y recurrir a transporte alternativo. Estas decisiones **reducen el riesgo operativo, pero elevan los costes** y hacen que la cadena de suministro sea más cara, menos eficiente y más expuesta a retrasos. Por eso, **aunque el bloqueo se relaje, sus efectos no desaparecen de inmediato**: contratos de transporte, seguros, fletes y plazos de entrega suelen ajustarse con retraso. El repunte de las presiones logísticas sugiere que **el problema no es solo energético, sino también de transporte y abastecimiento**. Europa es especialmente vulnerable por su dependencia de energía importada y su exposición al comercio internacional. La necesidad de reconstruir inventarios antes del invierno, junto con mayores costes logísticos, puede mantener elevados los precios energéticos durante más tiempo.

## Volatilidad de la cadena de suministro GEP

Fuente: GEP S&P Global



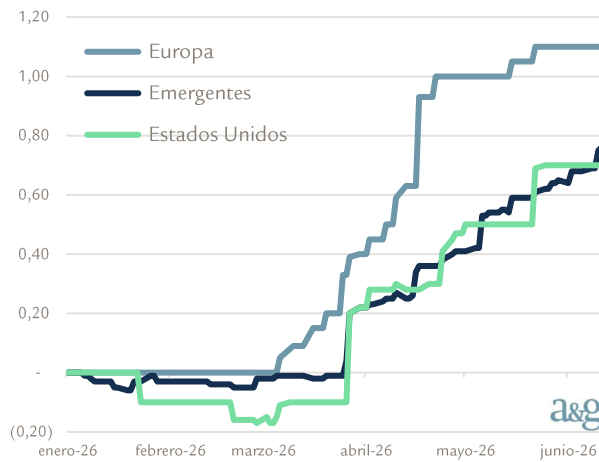
## Clave 2: Crecimiento

### El impacto en el crecimiento ha sido muy dispar

Las revisiones de crecimiento han sido dispares. **Destacan las revisiones a la baja para el crecimiento de la zona Euro**, lastrado por el conflicto con Irán, las sorpresas negativas y una sensación de impulso más lento de lo esperado por parte del gasto fiscal alemán. En contraste, **las revisiones de crecimiento de Estados Unidos han vuelto a niveles de inicio de año**, tras las revisiones al alza del primer trimestre.

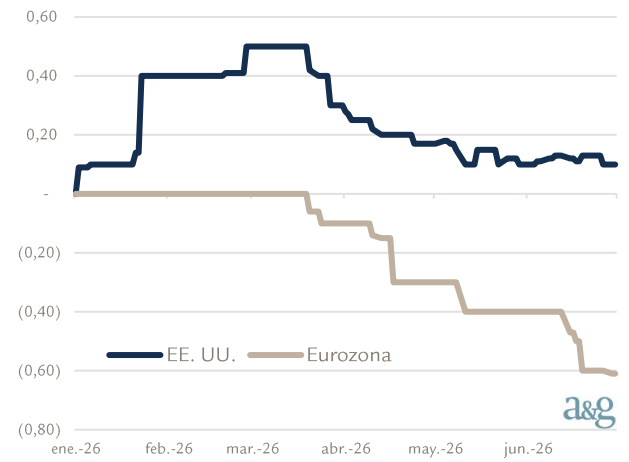
#### Variación previsiones de inflación 2026

Fuente: Elaboración propia



#### Variación previsiones de crecimiento 2026

Fuente: Elaboración propia

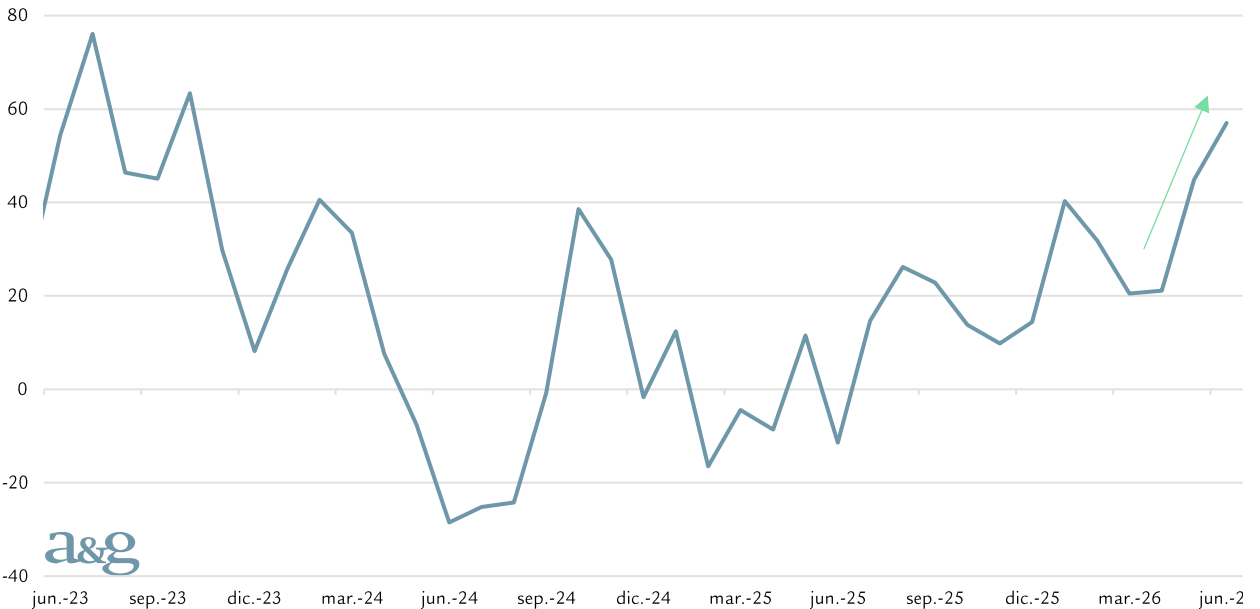


### En Estados Unidos la economía mantiene el crecimiento

La economía estadounidense ha demostrado ser resiliente hasta la fecha, con un **PIB real que se expandió a una tasa anualizada del 1,6% en el 1T** respaldado por un mayor gasto público y un repunte de la inversión privada, especialmente en equipos y tecnologías relacionadas con la IA. Además, **los datos muestran sorpresas positivas**. Se espera que el crecimiento del PIB se mantenga **sólido en el 2,0% tanto en 2026 como en 2027**.

#### EE.UU.: Citi de sorpresas económicas

Fuente: Elaboración propia



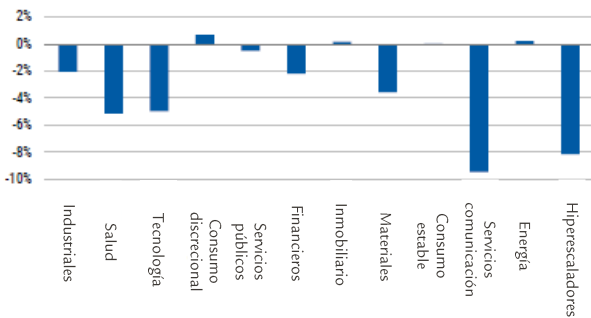
## La OBBBA sigue reforzando el ciclo de inversión impulsado por la IA...

La ley **One Big Beautiful Bill Act (OBBBA)** introdujo **tres medidas fiscales** principales: la **depreciación acelerada** al 100% para nuevas inversiones, la **deducción inmediata** de los gastos en I+D y **una menor tributación** sobre los ingresos generados en el extranjero. En 2025, los impuestos pagados cayeron un 4%, mientras que el beneficio antes de impuestos creció en torno al 11%. Para 2026, se espera que esta tendencia continúe. Sin embargo, el efecto más relevante no se espera que se refleje tanto en el beneficio contable, como en la generación de caja.

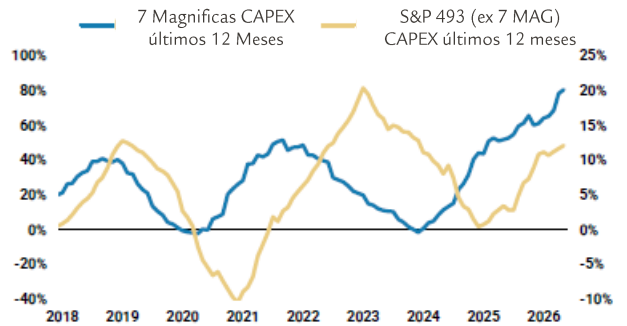
**Estos efectos están siendo especialmente relevantes para las inversiones en inteligencia artificial.** Gracias a la depreciación acelerada, estas inversiones pueden deducirse fiscalmente de forma inmediata y esto crea un efecto en cadena: más inversión implica mayores deducciones fiscales, lo que aumenta el flujo de caja disponible. A su vez, ese mayor flujo de caja permite seguir reinvertiendo, reforzando el ciclo de crecimiento.

Además, **desde 2025 las revisiones al alza de inversión se están extendiendo progresivamente al resto de empresas estadounidenses**, lo que amplía el alcance del ciclo de inversión impulsado por la IA y la política fiscal.

**EE.UU.: cambio en tasa fiscal efectiva de caja**  
Fuente: Morgan Stanley



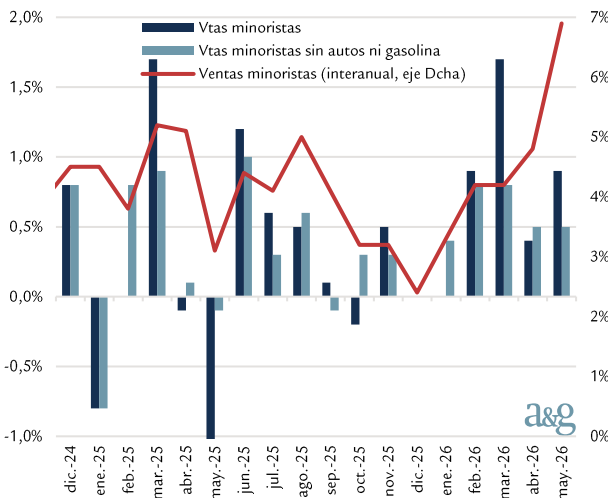
**EE.UU.: crecimiento interanual capex últimos 12M**  
Fuente: Morgan Stanley



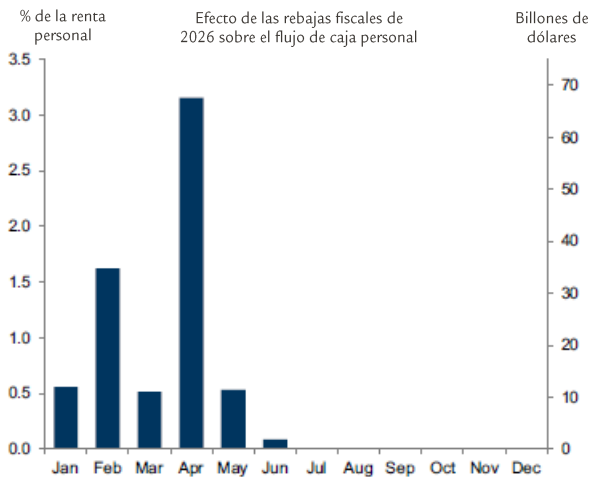
## ...con un consumo que sigue mostrando una relativa solidez.

Las ventas minoristas en Estados Unidos fueron más fuertes de lo esperado en mayo. Además, **el crecimiento no se explicó solo por inflación**, ya que las ventas ajustadas por precios también aumentaron. En conjunto, **el consumo de los hogares sigue siendo fuerte y sugiere que la economía estadounidense podría crecer alrededor de un 3% anualizado en el segundo trimestre**, impulsada por la fortaleza del consumidor. No obstante, para el tercer trimestre se espera que parte del impulso se revierta, a medida que se agote el impulso procedente de las devoluciones fiscales ya totalmente abonadas.

**EE.UU.: ventas minoristas**  
Fuente: Elaboración propia



**Efecto de recortes fiscales s/ flujo de caja personal**  
Fuente: Goldman Sachs

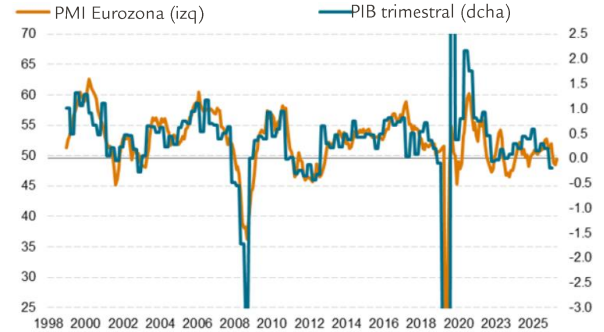


## En la zona Euro los indicadores adelantados apuntan a una moderación del crecimiento...

Los indicadores adelantados siguen apuntando a una **desaceleración del crecimiento**, ya que el aumento de los precios de la energía y la mayor incertidumbre lastran la demanda interna. **El PMI manufacturero se mantuvo por encima del umbral que indica crecimiento**, en parte debido a la acumulación de existencias en respuesta a posibles interrupciones en el suministro derivadas del conflicto en Oriente Medio, pero los plazos de entrega de los proveedores se alargaron aún más. Además, **el dato de PIB del 1T de 2026 se revisó a la baja**, afectado en gran medida por la fuerte caída del PIB de Irlanda.

### Zona Euro: PMI & PIB

Fuente: S&P Global



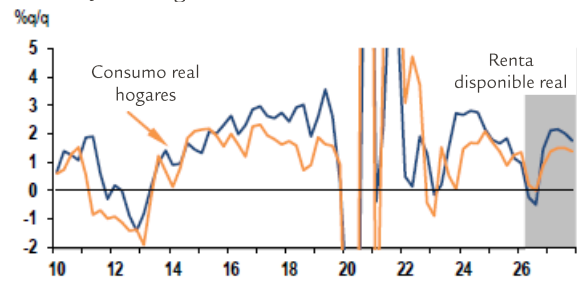
## ... con un consumo que pierde impulso...

El **consumo privado, muestra señales de desaceleración en 2026**. El aumento de los costes energéticos ha erosionado parte de la renta disponible real de los hogares y ha afectado a la confianza de los consumidores, reduciendo su disposición a gastar.

**No obstante, el deterioro parece limitado** por el momento. Si los precios de la energía se estabilizan y no se producen nuevas interrupciones relevantes en el suministro, **es probable que la confianza de los hogares continúe recuperándose durante los próximos meses**, ayudando a contener la debilidad del consumo.

### Zona Euro: renta disponible real y consumo de los hogares

Fuente: J.P. Morgan



## ...aunque en un entorno en el que la capacidad de crecimiento de la economía se mantiene.

El mercado laboral sigue mostrando una notable resiliencia. Aunque el ritmo de creación de empleo se ha moderado en los últimos trimestres, **la productividad laboral ha comenzado a recuperarse**. Esto refleja que las empresas están aumentando la producción por trabajador tras un prolongado período en el que el empleo creció más rápido que la actividad. **Se trata de una evolución positiva**, ya que **permite elevar el potencial de crecimiento de la economía** y reduce el riesgo de presiones inflacionistas derivadas de un mercado laboral excesivamente tensionado.

### Zona Euro: empleo y productividad laboral

Fuente: J.P. Morgan



## El crecimiento emergente resiste el shock energético mejor de lo esperado...

El crecimiento de los mercados emergentes se ha normalizado tras el rebote posterior a la pandemia, pero sigue claramente en terreno positivo. **Tanto EMs como Asia excl. Japón apuntan a una expansión cercana a la media de los últimos años en 2026.** Las economías emergentes entraron al shock energético desde una posición de fortaleza relativa, apoyadas por una demanda global sólida y estímulos fiscales adicionales. **Asia era vista como la región más vulnerable ante un cierre prolongado del Estrecho de Ormuz, pero el impacto sobre el crecimiento ha sido menor de lo esperado.** La mayoría de las economías, salvo China, han logrado sustituir parte de los suministros energéticos afectados recurriendo a proveedores alternativos. **A ello se suma el apoyo fiscal, que también ha ayudado a amortiguar el golpe sobre la actividad.**

...con unas políticas fiscales que lo siguen respaldando...

Las políticas de apoyo siguen siendo un factor relevante en varios mercados emergentes. Aunque los déficits fiscales ya se encontraban en niveles elevados, **algunas regiones mantienen cierto impulso fiscal adicional, especialmente en Asia emergente y Latinoamérica,** con medidas orientadas a limitar el impacto del aumento de los costes energéticos sobre la renta disponible de los hogares.

Este apoyo fiscal se combina con unas condiciones financieras globales que, por ahora, siguen siendo relativamente favorables.

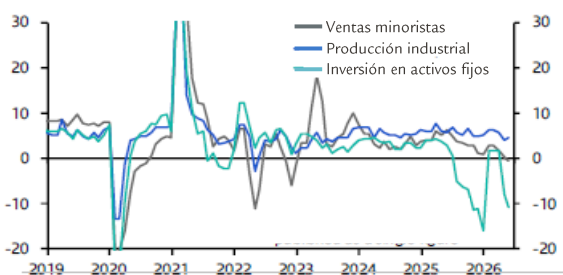
...mientras que en China crecen las exportaciones, pero la demanda interna pierde tracción.

Los datos sugieren que **la economía sigue dependiendo demasiado de las exportaciones y que el consumo interno aún no ha recuperado suficiente impulso.** La producción industrial repuntó con fuerza, apoyada por el buen comportamiento de las exportaciones y, en particular, por la fortaleza de la manufactura de alta tecnología, confirmando que el sector externo sigue siendo el principal soporte de la actividad.

Sin embargo, el consumo continúa mostrando señales de debilidad. **Las ventas minoristas cayeron por primera vez desde la Covid y la inversión fija siguió contrayéndose, arrastrada por la debilidad inmobiliaria y de infraestructuras.** En junio, el gobierno chino publicó medidas selectivas para sostener el consumo. Si bien las medidas son relevantes no se trata de un paquete fiscal masivo, por lo que es probable que el crecimiento siga dependiendo en gran medida de las exportaciones y de la actividad industrial.

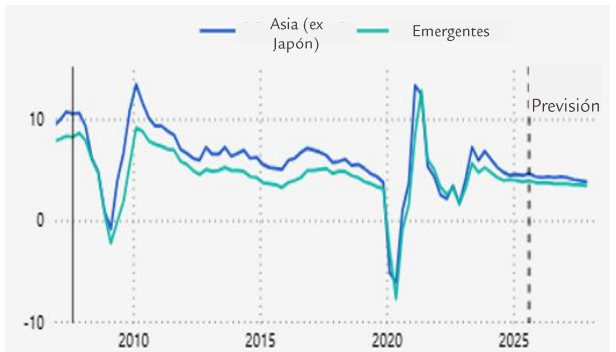
### China: actividad económica y gasto nominal

Fuente: Capital Economics



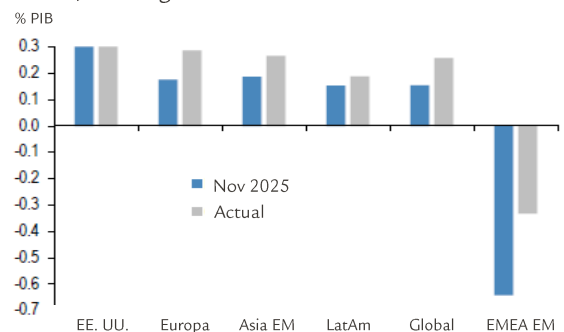
### Emergentes y Asia: PIB evolución y previsiones

Fuente: Capital Economics



### Impulso fiscal 2026

Fuente: J.P. Morgan



### China: ventas industriales para exportación

Fuente: Capital Economics



## Clave 3: Inflación

### La inflación global se intensifica y las empresas trasladan mayores costos a los consumidores

Los datos de la encuesta PMI reflejan el mayor aumento de la inflación de los costes de los insumos en tres años y medio, lo que se trasladó a un **incremento significativo de los precios de venta tanto de bienes como de servicios**. El precio promedio mundial aumentó al segundo ritmo más elevado desde octubre de 2022, aunque con una leve moderación frente a abril. La persistencia de tasas elevadas de inflación de precios de venta en las principales economías desarrolladas sugiere que **las presiones actuales podrían trasladarse a los precios al consumidor en los próximos meses**, con una posible aceleración de la inflación global hacia niveles cercanos al 5%, frente al 3,9% estimado en abril según los datos oficiales disponibles.

#### IPC global y precios de venta de los PMI

Fuente: S&P Global

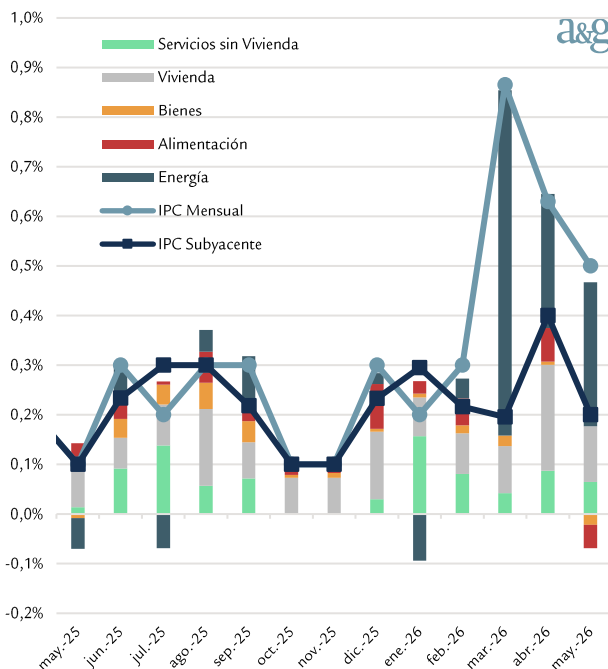


### En Estados Unidos la distribución de riesgos se inclina al alza

La inflación se ha disparado hasta niveles de 4,1% interanual. No obstante, **la menor intensidad petrolera del PIB ha reducido el margen de transmisión a la inflación subyacente**. La variación mensual del IPC subyacente sorprendió a la baja en mayo. Aunque parte se debió al menor incremento del componente de vivienda, los precios de los bienes y alimentos también se desaceleraron y la tendencia a la baja de los salarios, apunta a que los efectos indirectos de las subidas de los precios de la energía en la inflación subyacente permanecerán contenidos. **Aun así, el petróleo representa el 1% del gasto personal básico**, por lo que nuevos repuntes en el precio podrían añadir presión sobre la inflación general y, si fueran persistentes, trasladarse parcialmente al consumo, aunque con un impacto limitado sobre la inflación subyacente.

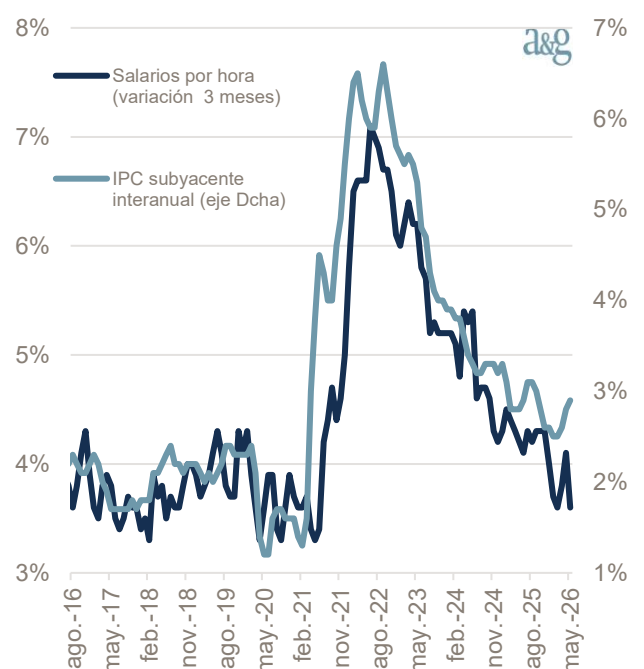
#### EE.UU.: Desglose IPC mensual por componentes

Fuente: Elaboración propia



#### EE.UU.: IPC subyacente y evolución salarial

Fuente: Elaboración propia

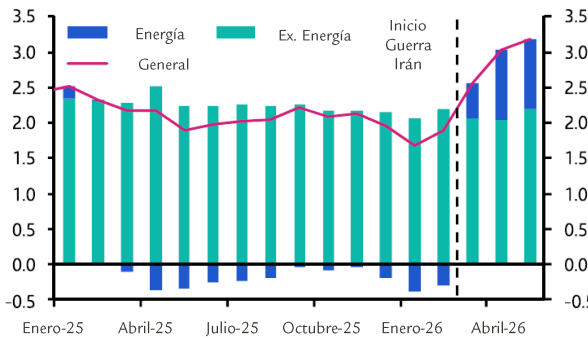


## En la zona Euro se han revisado al alza las previsiones de inflación, si bien, no se esperan incrementos a largo plazo

El aumento del IPC en la zona euro entre febrero y mayo se debió al alza de los precios de los combustibles. Por consiguiente, siempre que el estrecho de Ormuz permanezca abierto y el tránsito de petróleo y gas natural se mantenga con normalidad, es improbable que la inflación energética siga aumentando. Y aunque las previsiones del BCE apuntan a que la inflación no energética podría repuntar ligeramente en la segunda mitad del año, sus efectos indirectos sobre los salarios parecen limitados. Por un lado, las empresas informan de una escasez de mano de obra mucho menos aguda que en 2022 y por otro la adopción de la IA también podría contener el crecimiento salarial.

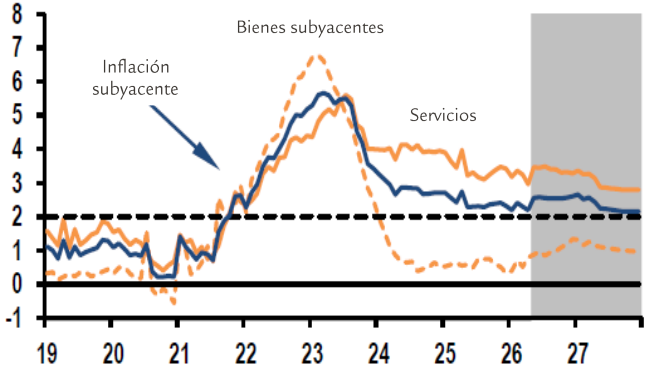
### Zona Euro: Inflación general

Fuente: Capital Economics



### Zona Euro: Inflación subyacente

Fuente: J.P. Morgan

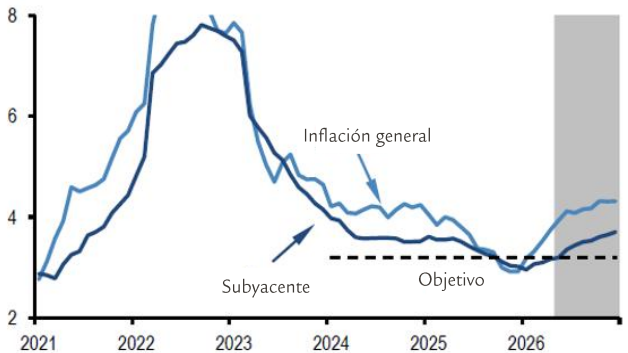


## En emergentes el apoyo fiscal amortigua el shock energético, pero mantiene vivas las presiones inflacionarias

La inflación en mercados emergentes está repuntando como se esperaba, especialmente la inflación general, mientras que la subyacente se mantiene persistente. El apoyo fiscal al consumo tiene como contrapartida que la resiliencia del crecimiento viene acompañada de mayores presiones inflacionarias, visibles en el aumento de los precios de insumos y productos finales. En servicios, las señales son más mixtas, porque la demanda se está debilitando, aunque algunas encuestas todavía muestran presiones de precios al alza.

### Emergentes: IPC interanual

Fuente: JP Morgan



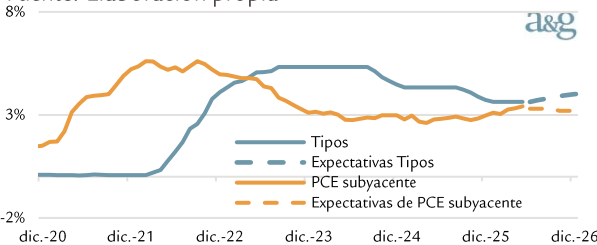
## Clave 4: Política monetaria: respuesta controlada y gradual

### La Fed abre la puerta a subidas, con una comunicación menos explícita

La Reserva Federal **mantuvo los tipos sin cambios, pero transmitió un mensaje restrictivo**. Las nuevas proyecciones de tipos mostraron que **9 de los 18 miembros prevén al menos una subida de tipos este año**, reflejando una mayor preocupación por la persistencia de la inflación. Además, las previsiones también refuerzan el sesgo restrictivo: **la inflación se revisó al alza hasta el 3,6% en 2026**, mientras que **el crecimiento del PIB se rebajó hasta el 2,2%**. Además, en su primera reunión, Warsh eliminó del comunicado la orientación prospectiva sobre tipos con lo que dejó de dar pistas claras sobre su próximo movimiento y sugirió que la Fed dependerá más de los datos y de las condiciones de mercado.

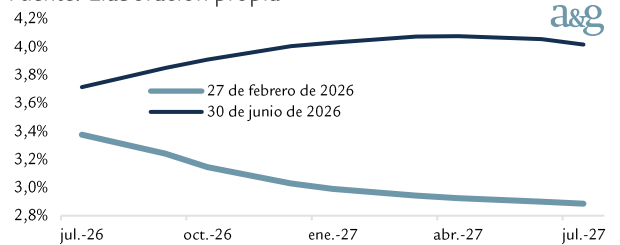
#### EEUU: Tipos & PCE subyacente con expectativas

Fuente: Elaboración propia



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

Fuente: Elaboración propia

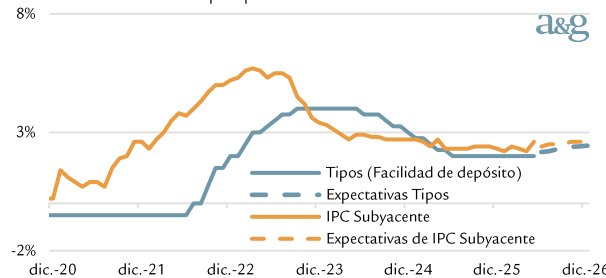


### El BCE mantiene un sesgo restrictivo, pero evita comprometerse con nuevas subidas

En junio, **el BCE subió los tipos de interés en 25 pb, en línea con lo esperado**, en respuesta al repunte de las presiones inflacionistas tras el encarecimiento de la energía. **Lagarde defendió la subida como necesaria** para evitar efectos de segunda ronda, en un **contexto de previsiones de inflación revisadas al alza**. Aunque las **previsiones de crecimiento también se revisaron a la baja**, el BCE mantuvo un sesgo restrictivo, evitó comprometerse con nuevas subidas y destacó la elevada incertidumbre.

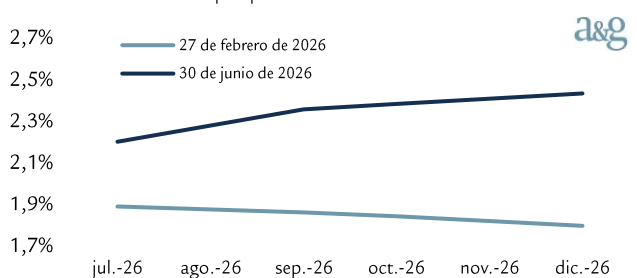
#### Zona Euro: Tipos & IPC sub. con expectativas

Fuente: Elaboración propia



#### Zona Euro: Cambio en los futuros de tipos del BCE

Fuente: Elaboración propia

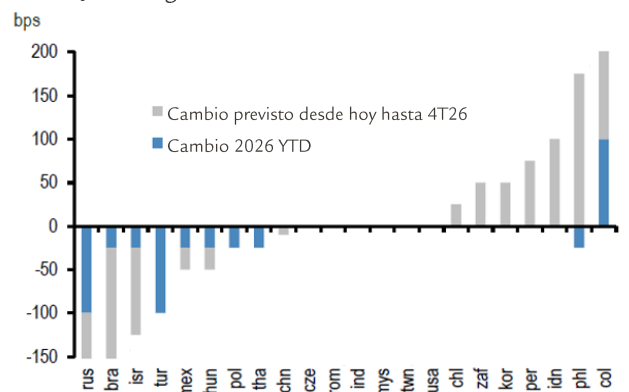


### Los bancos centrales emergentes adoptan un sesgo más restrictivo

El impacto del conflicto en Oriente Medio sobre el crecimiento ha sido menor de lo esperado, pero las presiones inflacionarias siguen aumentando. Por ello, **el sesgo de los bancos centrales emergentes se está volviendo más restrictivo**. Algunos países ya han subido tipos por la **presión de la inflación**, la **necesidad de preservar credibilidad** y, en ciertos casos, la **debilidad de sus divisas**. Aunque muchos bancos centrales siguen en pausa y algunos países concretos todavía recortan tipos, el tono general de la política monetaria en EM es ahora más restrictivo que antes, especialmente en Asia. **En conjunto, se espera que más bancos centrales emergentes suban tipos** que los que los recorten hacia mediados de 2026.

#### Emergentes: cambios tipos interés hasta 2026

Fuente: J.P. Morgan





Fuente: OpenAI

## 5. Renta Variable

- EE. UU. mantiene el mayor soporte fundamental, apoyado en la mejora de beneficios y en el ciclo de inversión en inteligencia artificial.
- Europa ofrece valoraciones más atractivas, pero presenta menor visibilidad de beneficios y menor exposición al motor tecnológico.
- Los mercados emergentes siguen mostrando un buen comportamiento, impulsados por su exposición a la cadena de suministro de IA.

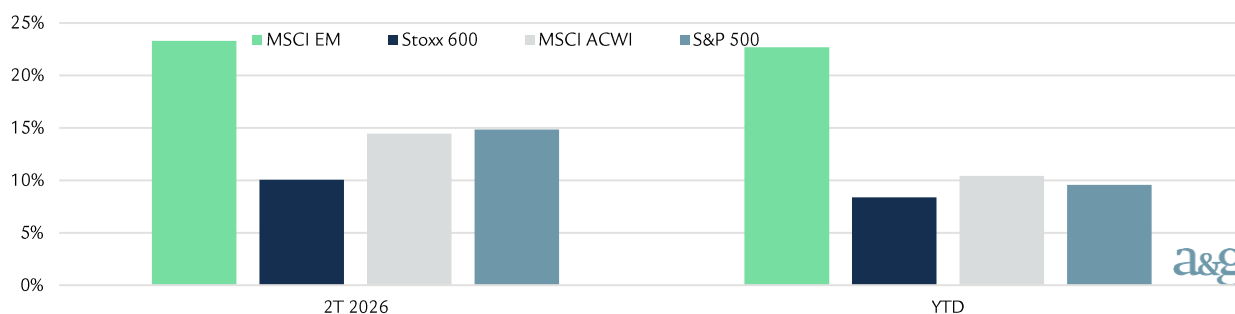
Tras la corrección de marzo, **los principales índices han recuperado terreno con fuerza**, apoyados en unos **beneficios empresariales que siguen revisándose al alza** y en unos **datos macroeconómicos todavía sólidos**.

No obstante, el mercado entra en una nueva fase con menos margen de error. **Las valoraciones son más exigentes, la concentración en torno a la inteligencia artificial sigue siendo elevada y el fuerte avance desde los mínimos recientes aumenta la probabilidad de episodios de volatilidad.**

Estados Unidos se ha visto impulsado por la fortaleza de los beneficios y por el peso de las compañías vinculadas a la IA. Europa muestra una evolución más irregular, con menor exposición al motor tecnológico y mayor dependencia del ciclo económico. En mercados emergentes, Asia sigue destacando por su papel en la cadena de suministro de la IA.

### Índices de renta variable: comportamiento en el año y último trimestre

Fuente: Elaboración propia



## En Estados Unidos los beneficios vuelven a ser el principal soporte...

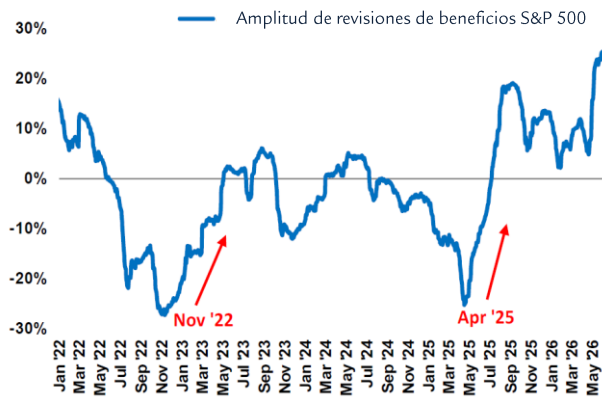
**El soporte fundamental continúa siendo sólido** y las revisiones de beneficios han mejorado de forma significativa en los últimos meses. **La amplitud de revisiones del S&P 500 ha pasado de niveles claramente negativos en abril de 2025 a terreno positivo.**

La mejora de beneficios empieza a ser más amplia. **El mercado estadounidense había dependido en gran medida de un grupo reducido de compañías**, principalmente grandes tecnológicas y valores ligados a la inteligencia artificial. Sin embargo, la recuperación de las revisiones de beneficios sugiere que el soporte fundamental se está extendiendo hacia más sectores y compañías.

Históricamente, **los mercados alcistas son más sostenibles cuando las subidas se apoyan en una mejora generalizada de beneficios y no solo en una expansión de múltiplos.** Por ello, la mejora de este indicador refuerza una visión positiva, aunque no elimina el riesgo de correcciones puntuales tras el fuerte avance reciente.

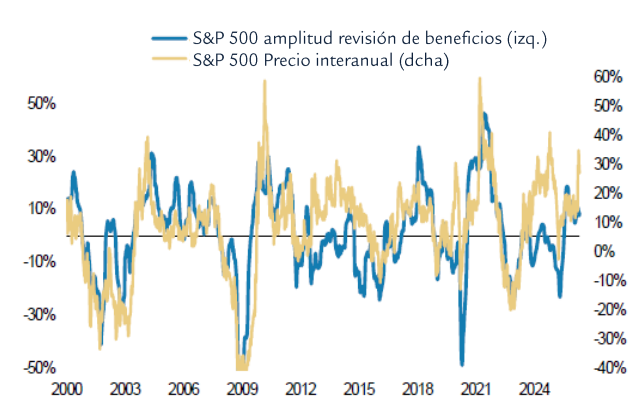
### S&P 500: amplitud de las revisiones de beneficios

Fuente: Morgan Stanley Research



### S&P 500: revisiones de beneficios vs precio interanual

Fuente: Morgan Stanley Research

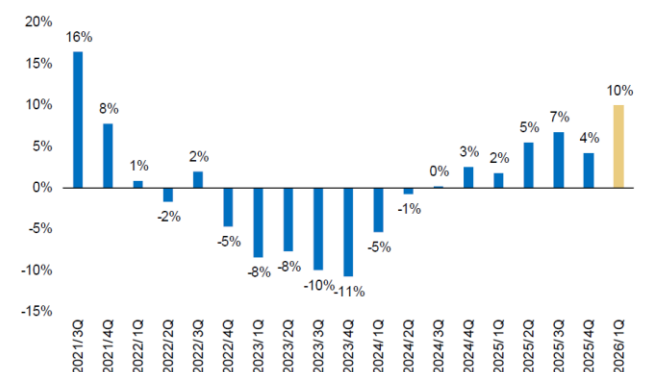


## ...y también alcanza a compañías de menor capitalización.

La mejora de los beneficios también empieza a observarse más allá de las grandes compañías del índice. **El crecimiento mediano del beneficio por acción del Russell 3000 se ha recuperado tras varios trimestres de contracción** entre 2022 y 2024, con caídas especialmente acusadas durante 2023, y ha vuelto gradualmente a terreno positivo. Esta señal **es relevante porque el Russell 3000 ofrece una visión más amplia del mercado estadounidense**, al incluir compañías de gran, mediana y pequeña capitalización. Por tanto, la recuperación del beneficio por acción mediano **sugiere que la mejora no se limita únicamente a las grandes tecnológicas, sino que empieza a extenderse a una base más amplia de compañías.** Este entorno favorece una mayor participación bursátil y puede hacer que el mercado alcista sea más sostenible.

### Russell 3000: crecimiento mediano de los beneficios

Fuente: Morgan Stanley Research



## La inteligencia artificial sigue siendo el gran motor...

La inteligencia artificial continúa siendo el principal motor estructural del mercado estadounidense. El fuerte aumento del gasto de capital de los hiperescaladores sigue impulsando los beneficios de semiconductores, memoria, centros de datos, equipos de red, energía e infraestructura digital. Además, las estimaciones de capex en IA continúan revisándose al alza, lo que sugiere que el ciclo de inversión todavía no muestra señales claras de agotamiento.

El mercado no solo está comprando una narrativa, sino un ciclo real de gasto empresarial. Esto sigue siendo positivo para los beneficiarios de Infraestructura, especialmente allí donde existen cuellos de botella, elevada demanda y poder de fijación de precios.

## ...pero el aumento del gasto de capital está modificando el uso de caja de las grandes tecnológicas.

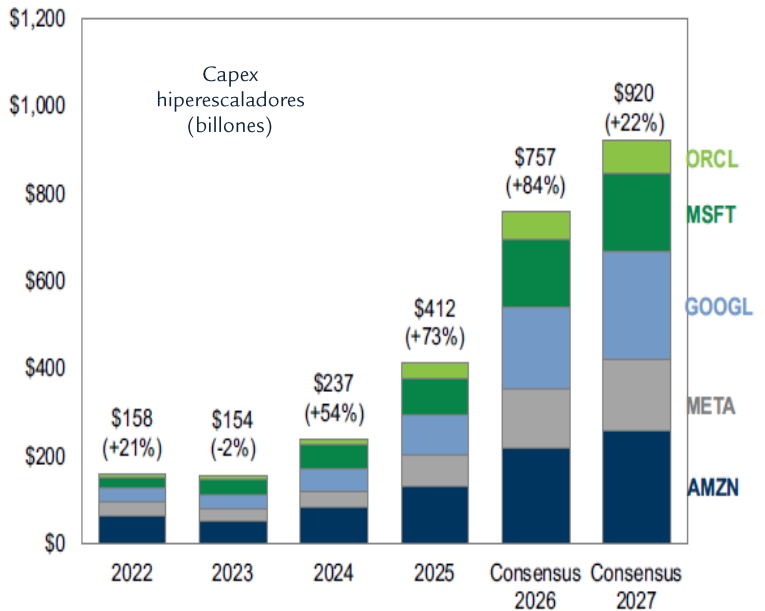
Los hiperescaladores están destinando una proporción creciente de sus flujos de caja a inversión en centros de datos, chips, capacidad de cómputo e infraestructura digital. Esta rotación confirma la solidez del ciclo de inversión, pero también reduce el margen disponible para recompras de acciones, por lo que una parte creciente de la caja que antes podía destinarse a remunerar al accionista se está redirigiendo hacia inversión productiva.

Esta dinámica no es necesariamente negativa. Si el capex en inteligencia artificial se traduce en mayor crecimiento de ingresos, productividad y beneficios, el mercado estará sustituyendo un soporte financiero de corto plazo, las recompras de acciones, por una fuente más estructural de crecimiento. Además, el gasto de los hiperescaladores sigue beneficiando a otros segmentos del mercado, especialmente semiconductores, memoria, equipamiento eléctrico, refrigeración, redes y compañías vinculadas a centros de datos.

No obstante, sí implica que uno de los soportes técnicos tradicionales del mercado estadounidense pierde algo de fuerza. Para el conjunto del S&P 500, las recompras seguirán siendo elevadas en términos absolutos, pero su crecimiento se está moderando a medida que aumenta la prioridad del capex en IA. En este contexto, el avance de la renta variable estadounidense dependerá cada vez más de que el crecimiento de beneficios y el retorno sobre la inversión justifiquen las valoraciones actuales.

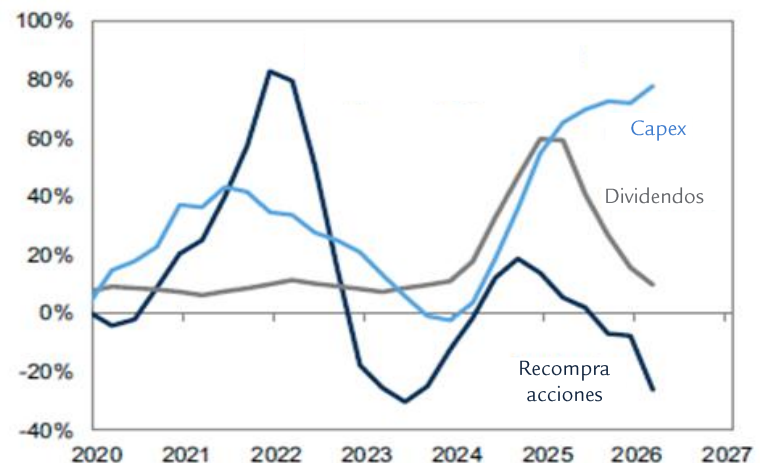
### Estimaciones de gasto de capital de los hiperescaladores

Fuente: Goldman Sachs



### Crecimiento interanual del uso de caja de hiperescaladores

Fuente: Goldman Sachs



## Con unas valoraciones que dan menos margen de error...

La prima de riesgo de la renta variable estadounidense se encuentra en niveles históricamente bajos. Esto implica que la compensación adicional que reciben los inversores por asumir riesgo bursátil frente a la renta fija es reducida.

Una prima de riesgo tan comprimida **no implica necesariamente que el mercado deba corregir de forma inmediata**. Pero sí indica que el margen de seguridad es menor. El mercado descuenta un escenario favorable de crecimiento resistente, beneficios sólidos, inflación contenida y ausencia de un repunte significativo en los tipos reales.

Por tanto, **el avance de la renta variable estadounidense debería depender cada vez más del crecimiento de beneficios y menos de una nueva expansión de múltiplos**.

### S&P 500: prima de riesgo de la renta variable

Fuente: Elaboración propia



## ...el soporte pasa por beneficios y rentabilidad.

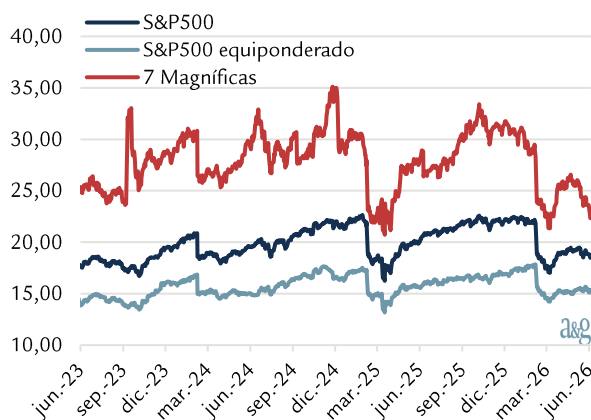
La corrección de múltiplos en las grandes tecnológicas ha reducido parte de la diferencia frente al resto del índice, mientras que el S&P 500 equiponderado se mantiene en niveles de valoración más moderados.

Esto sugiere cierta normalización interna. **El liderazgo extremo de las siete magníficas se ha reducido parcialmente y el mercado podría avanzar con una base algo más equilibrada**, especialmente si la mejora de beneficios continúa ampliándose hacia más sectores y compañías.

Además, las valoraciones estadounidenses siguen contando con un soporte fundamental relevante: la elevada rentabilidad sobre capital. **El ROE agregado del S&P 500 se sitúa cerca de máximos históricos**, en torno al 22%, por encima del ROE de la compañía mediana, cercano al 17%. Esto ayuda a explicar por qué el mercado estadounidense puede sostener múltiplos superiores, aunque también muestra que parte de esa rentabilidad sigue concentrada en las compañías de mayor tamaño. La clave será que el fuerte capex en IA mantenga retornos atractivos y no diluya esa rentabilidad.

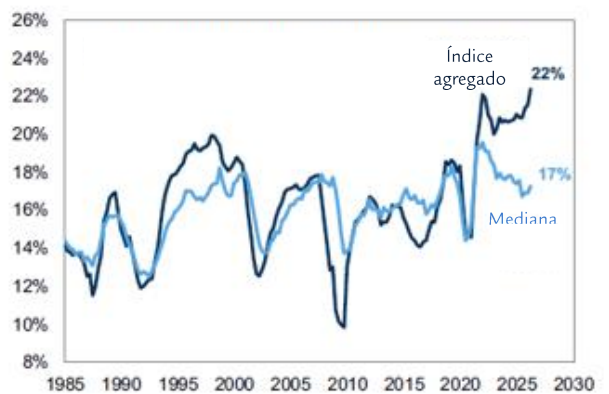
### PER del S&P500, 7 Magníficas y resto de acciones

Fuente: Elaboración propia



### S&P 500 retorno sobre capital

Fuente: Goldman Sachs



## Europa: menor visibilidad y mayor dependencia del ciclo...

Europa puede beneficiarse de una mejora del ciclo global y de una normalización de los precios energéticos, pero **presenta menor visibilidad de beneficios que Estados Unidos**. Además, su menor exposición a tecnología e inteligencia artificial limita su participación en el principal motor de crecimiento actual del mercado.

**El comportamiento de la renta variable europea dependerá en buena medida de que la recuperación económica gane tracción y de que las estimaciones de beneficios dejen de revisarse a la baja.** En los últimos años, las previsiones iniciales de beneficios en Europa han tendido a ser demasiado optimistas y se han ajustado gradualmente a la baja a medida que avanzaba el ejercicio. Este patrón sigue siendo un riesgo importante.

## ...con una composición sectorial menos sesgada a tecnología...

La composición sectorial europea también condiciona su comportamiento relativo. Europa tiene más peso en financieras, industriales, consumo, energía y sectores cíclicos tradicionales, y **menos exposición a las áreas de mayor crecimiento tecnológico**. Esto puede ser positivo si el mercado se amplía hacia sectores cíclicos y si la curva de tipos favorece a los bancos. Pero también **deja a la región menos expuesta al ciclo de inversión en IA**.

Esta composición sugiere que Europa puede beneficiarse de un entorno de mayor inversión real, normalización energética y mejora del ciclo industrial, más que de una réplica directa del liderazgo tecnológico estadounidense.

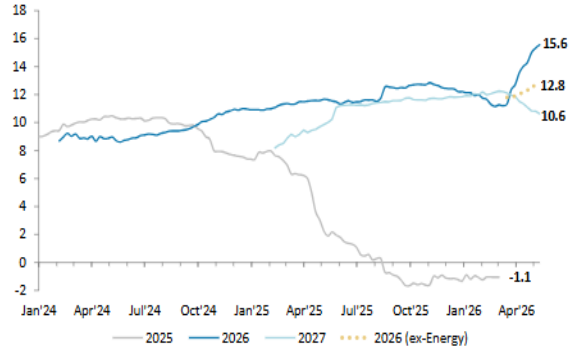
## ...y valoraciones atractivas, pero aún pendientes de catalizadores.

**Las valoraciones europeas siguen siendo más atractivas que las estadounidenses, tanto en términos absolutos como relativos.** Sin embargo, este descuento no es por sí solo un catalizador suficiente: para que se cierre de forma sostenida, debe venir acompañado de una mejora más clara en beneficios y actividad.

En este sentido, **Europa necesita que las revisiones de beneficios se estabilicen, que la demanda interna gane tracción y que los indicadores adelantados confirmen una recuperación más sólida.** Hasta entonces, las valoraciones atractivas pueden actuar como soporte, pero difícilmente serán suficientes para impulsar una revalorización sostenida.

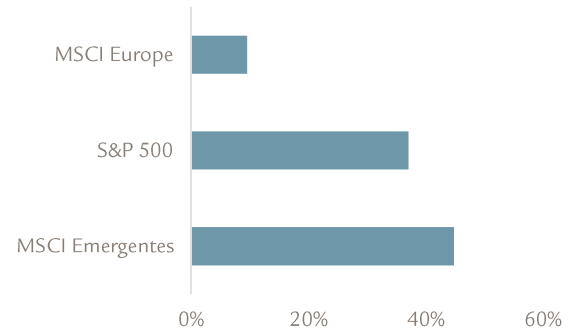
### MSCI Europe: Estimación de beneficios

Fuente: Morgan Stanley Research



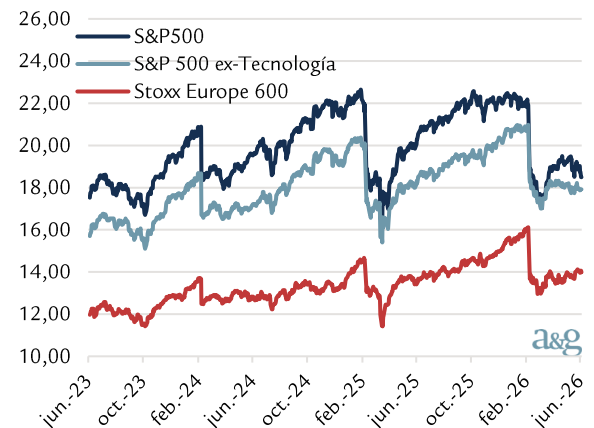
### Exposición sector tecnológica en principales índices

Fuente: Elaboración propia



### Evolución PER Stoxx 600, S&P 500 y S&P 500 ex-Tecnología

Fuente: Elaboración propia



## Los mercados emergentes: buen comportamiento...

Los mercados emergentes han mostrado un comportamiento sólido, apoyados en unas **previsiones de crecimiento de beneficios superiores** a las de los mercados desarrollados y en una **mayor exposición a algunas de las tendencias estructurales** que están liderando el mercado global.

Este entorno permite que emergentes participen en el **crecimiento de la IA** más allá de Estados Unidos. Además, si los tipos estadounidenses se estabilizan, el dólar pierde presión al alza y los precios energéticos se normalizan, el contexto podría volverse más favorable para los flujos hacia la región y para aquellos mercados que habían sido penalizados por el repunte del petróleo.

### ...pero liderazgo concentrado.

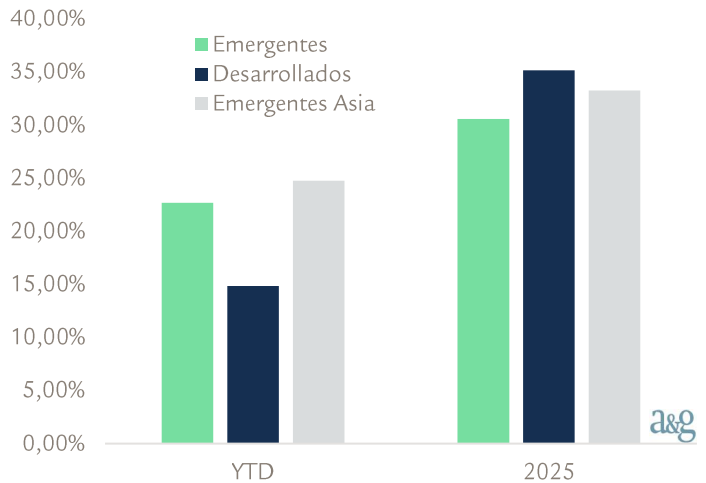
A pesar del buen comportamiento agregado, la mejora de los mercados emergentes no está siendo homogénea. La contribución por países muestra que **una parte muy significativa de la rentabilidad acumulada procede de Corea y Taiwán**, dos mercados directamente vinculados al **ciclo de semiconductores, memoria y hardware** para inteligencia artificial. Esto confirma que el principal motor de emergentes sigue siendo la cadena de suministro de IA, más que una recuperación generalizada del conjunto de la región.

Esta concentración es especialmente relevante porque otros grandes pesos del universo emergente, como **China e India, se mantienen en negativo en el año**. Por tanto, el buen comportamiento del índice no refleja una recuperación generalizada de la región, sino un liderazgo muy localizado en aquellos mercados más expuestos al ciclo global de capex en IA.

El principal riesgo es que esta alta concentración aumenta la vulnerabilidad del índice ante cualquier cambio en el sentimiento hacia la IA. Una desaceleración del capex tecnológico, señales de menor demanda de semiconductores o dudas sobre la monetización de la inteligencia artificial podrían tener un impacto desproporcionado sobre el conjunto de emergentes.

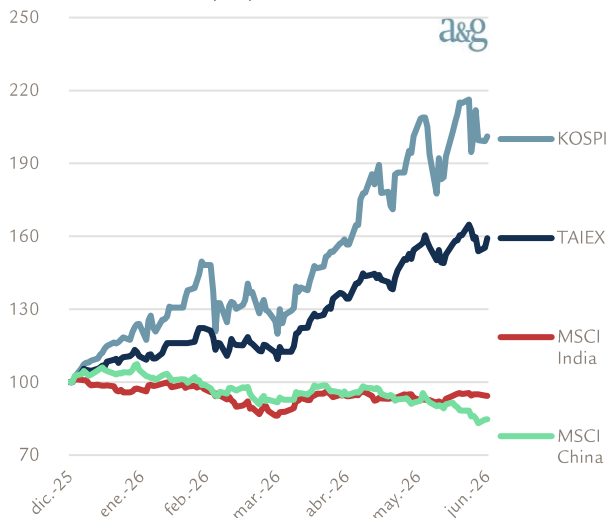
### Emergentes: evolución de los índices

Fuente: Elaboración propia



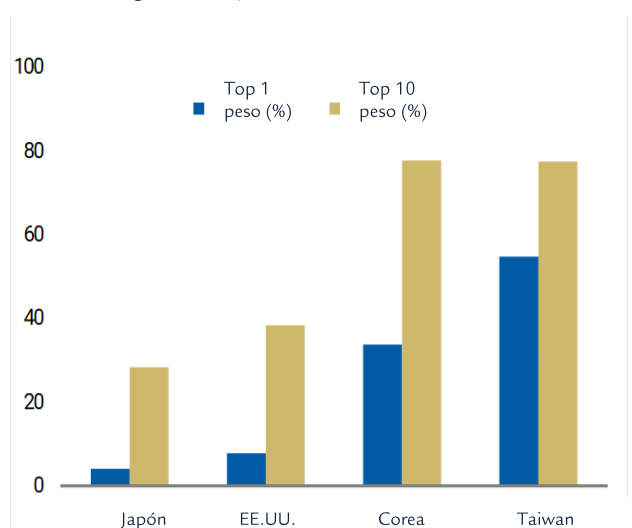
### Principales índices asiáticos: Rentabilidad YTD

Fuente: Elaboración propia



### Concentración índices: peso del top 1 y top 10

Fuente: Morgan Stanley Research





Fuente: OpenAI

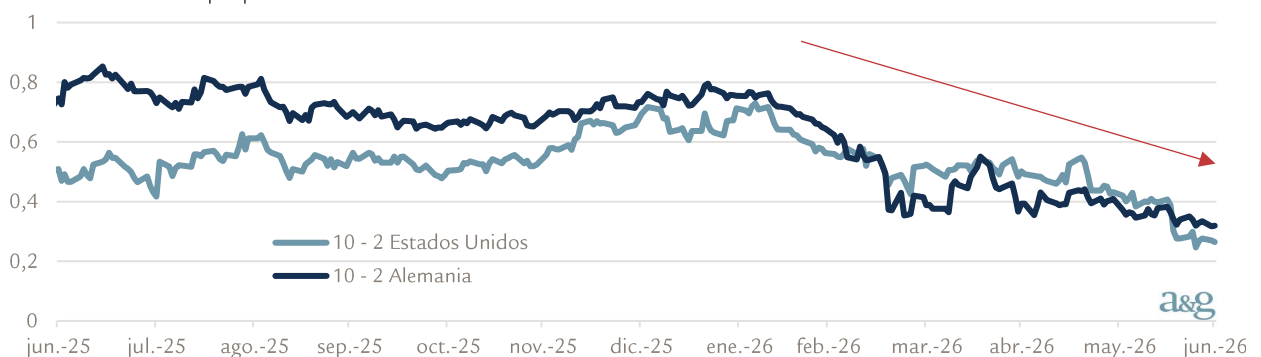
## 6. Renta Fija

- Aplanamiento de las curvas en las principales economías.
- Diferenciales de crédito reduciéndose durante el trimestre, recuperando los niveles de inicio de año.
- Los emisores continúan mostrando fundamentales sólidos, con unas ratios de impago reduciéndose.
- El foco se mantiene en los datos económicos y las consecuencias a largo plazo del conflicto en Oriente Medio.
- Mantenemos una visión favorable sobre la renta fija, sobreponderándola frente a la liquidez.

Continúa la tendencia iniciada durante el primer trimestre del año, en la que **las curvas soberanas se han aplanado tanto en Estados Unidos como en Europa**, de nuevo, impulsadas por el **repunte de las rentabilidades en los tramos cortos**, tras la subida de tipos del BCE y el cambio de perspectiva en EE. UU. **El trimestre vendrá marcado por los datos de inflación y crecimiento**, que permitirán valorar el impacto del conflicto en Oriente Medio sobre la economía. Además, pese a que el mercado ya no descuenta el escenario más pesimista, **persisten las dudas sobre si Europa mantendrá las subidas**, en un contexto de inflación contenida y un crecimiento que conviene preservar. **En Estados Unidos**, por su parte, el gabinete del presidente **Trump se opone a nuevas alzas de tipos de interés**, mientras que **el mercado las anticipa y la Fed parece dispuesta**, siempre que los datos respalden la decisión.

### Diferencial 10-2 años: EE. UU. y Alemania

Fuente: Elaboración propia



## Los diferenciales de crédito continúan su tendencia bajista...

Con este **movimiento en las curvas de la deuda soberana, parecería que la deuda de las compañías se ha visto resentida**. Sin embargo, analizando los componentes de la rentabilidad observamos que **los spreads han recortado significativamente** durante el trimestre, especialmente en las clases más agresivas, donde **en Europa el recorte es superior a -100 pb**.

No obstante, estos diferenciales, aunque muestran una tendencia bajista obvia, **es complicado que se reduzcan** a niveles mucho menores y como se ha visto durante el conflicto, en momentos donde el mercado necesite liquidez, **pueden ampliarse considerablemente**.

### Diferenciales: evolución trimestral

Fuente: Elaboración propia

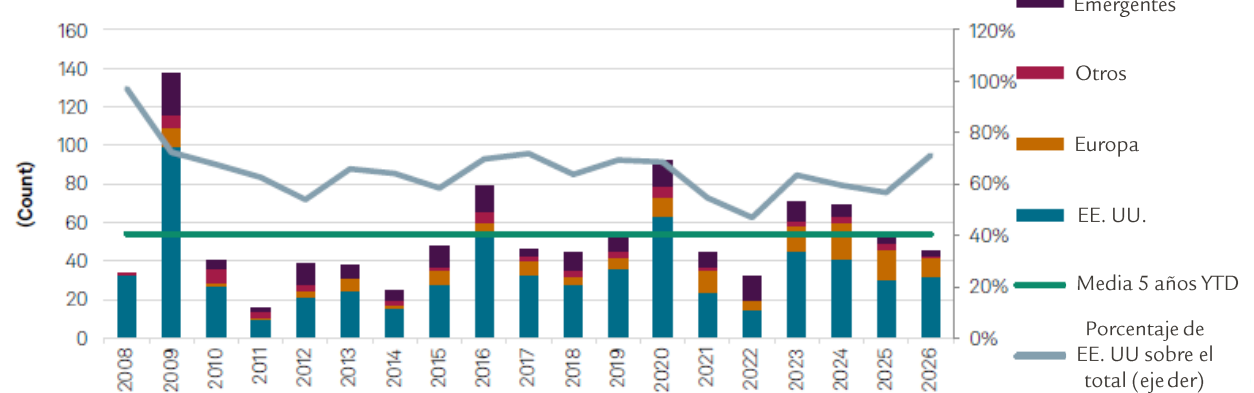
Diferencial	Inicial	Final
Grado de Inversión Europa	71	52
Alta Rentabilidad Europa	353	245
Grado de Inversión EE. UU.	63	51
Alta Rentabilidad EE. UU.	385	306

## ...mientras se reducen los emisores presentando problemas de impagos...

**El acumulado anual de 45 emisores en impago o “default” sigue por debajo de la media de cinco años**, situada en 54, frente a los 53 impagos del mismo periodo en 2025. Si se centra el análisis en los emisores más especulativos, las previsiones de agencias como S&P apuntan a que los impagos globales suban hasta el 3,8% en marzo de 2027, desde el 3% actual, situándose aún así, lejos de los niveles que ha llegado a alcanzar en periodos de estrés. Por regiones, **EE. UU. es la única zona donde los impagos crecen interanualmente**, con 32 frente a 30, **mientras en el resto caen**, con Europa a la cabeza, 10 frente a 16. En este sentido, el mayor nivel en EE. UU. refleja el gran tamaño de su universo calificado y su mayor peso de ratings bajos.

### Impagos por región YTD

Fuente: S&P Global

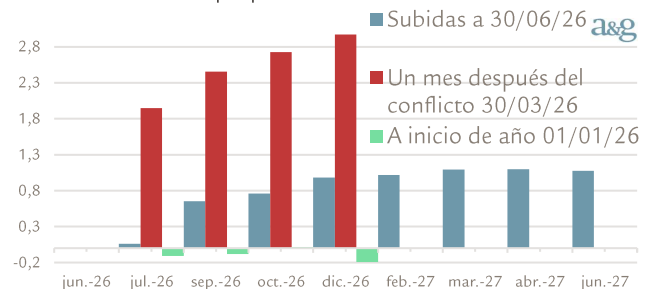


## ...por lo que el foco se sitúa en la economía.

Con unos impagos que se sitúan en mínimos desde 2022, **los fundamentales de los emisores continúan en niveles sólidos**. Esto, unido a unos efectos derivados del conflicto que continúan disipándose, con una inflación controlada, junto a unos **tipos de interés menores que los descontados a inicio del conflicto** y un ciclo de inversión sostenido por parte de las compañías, el mercado de deuda global no presenta por el momento ningún indicio que invite a salir del activo.

### Europa: evolución de las estimaciones de subidas de tipos

Fuente: Elaboración propia

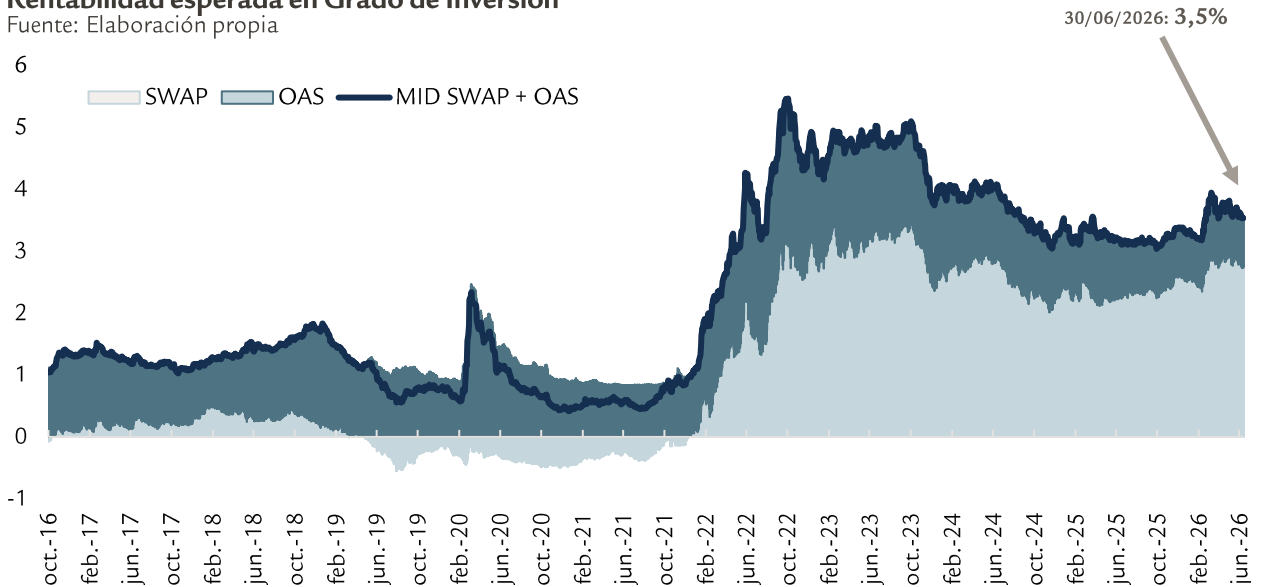


## Seguimos encontrando oportunidades

Después del escenario que se descontaba a finales de marzo, con una inflación repuntando y unos bancos centrales obligados a retomar un ciclo de subida de tipos, las rentabilidades se dispararon, demostrando ser una oportunidad para la inversión en deuda no vista desde 2024. En el escenario actual, aunque las rentabilidades han caído ligeramente, seguimos pensando que la deuda de grado de inversión continuará superando a la inflación, lo que justifica mantener una sobreponderación frente a otras 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 o amplían, y 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 0,3% y el 2,8%. De igual forma, si estas no se cumplen, el mercado mejora sus perspectivas y el Banco Central Europeo pone fin al ciclo de subidas de tipos, incluso bajándolos (**escenarios marcados en azul**), la cartera se vería beneficiada aumentando su rentabilidad, consiguiendo rendimientos 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 30/06/2026

TIR Esperada **3,40%**  
 Duración **3,06**  
 Rating Emisión **A-**  
 Rating Emisor **A**

		Tipos de interés						
		-75	-50	-25	0	25	50	75
Diferenciales de crédito	-75	9,7%	8,1%	6,6%	5,1%	3,6%	2,0%	0,5%
	-50	9,1%	7,6%	6,1%	4,5%	3,0%	1,5%	-0,1%
	-25	8,5%	7,0%	5,5%	4,0%	2,4%	0,9%	-0,6%
	0	8,0%	6,5%	4,9%	3,40%	1,9%	0,3%	-1,2%
	25	7,4%	5,9%	4,4%	2,8%	1,3%	-0,2%	-1,8%
	50	6,8%	5,3%	3,8%	2,3%	0,7%	-0,8%	-2,3%
	75	6,3%	4,8%	3,2%	1,7%	0,2%	-1,4%	-2,9%

Diagrama de sensibilidad: Una línea horizontal muestra la bajada en tipos de interés (verde) a la izquierda y la subida en tipos de interés (rojo) a la derecha. Una flecha vertical indica la reducción del diferencial (verde) hacia arriba y el aumento del diferencial (rojo) hacia abajo.



Fuente: OpenAI

## 7.1 Divisas

### El dólar recupera su valor como activo refugio...y algo más

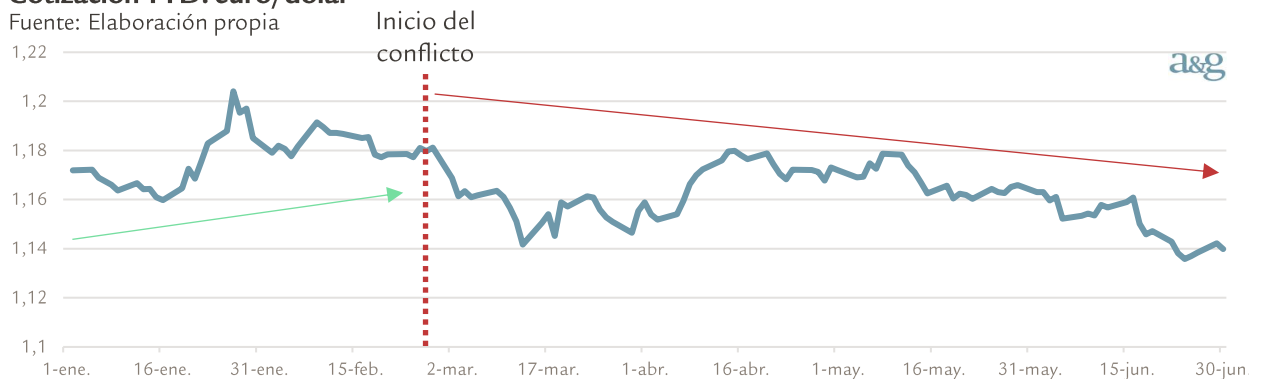
El dólar inició el año prolongando su tendencia bajista, llegando a situarse en niveles cercanos a 1,20 frente al euro. Sin embargo, **la escalada del conflicto en Oriente Medio provocó un cambio de rumbo significativo**, al recuperar el dólar su tradicional condición de activo refugio.

Más allá que el catalizador que ha desencadenado este giro haya sido el incremento de la incertidumbre, **nos cuesta visualizar un dólar de forma sostenida por debajo de 1,20**. Esta visión se sustenta en unos diferenciales todavía favorables para la economía estadounidense en términos de crecimiento, tipos de interés, productividad y capacidad para atraer flujos de capital. En sentido contrario, conviene seguir de cerca el elevado nivel de endeudamiento y el persistente déficit fiscal, factores que continúan representando un elemento de vulnerabilidad estructural.

**Desde una perspectiva táctica**, pensamos que el Eurodólar podría mantenerse durante los próximos meses sin una dirección clara, moviéndose en un **rango lateral comprendido entre 1,10 y 1,20**. No obstante, más allá de nuestra visión sobre la evolución de la divisa en sí, **consideramos que su papel dentro de la construcción de carteras sigue siendo especialmente relevante**. Su condición de **activo refugio** justifica mantener posiciones estructurales que contribuyan a compensar el comportamiento de las carteras en episodios de tensión. En definitiva, **seguimos considerando que el dólar desempeña un papel relevante dentro de una adecuada estrategia de diversificación**.

#### Cotización YTD: euro/dólar

Fuente: Elaboración propia





Fuente: OpenAI

## 7.2 Materias Primas

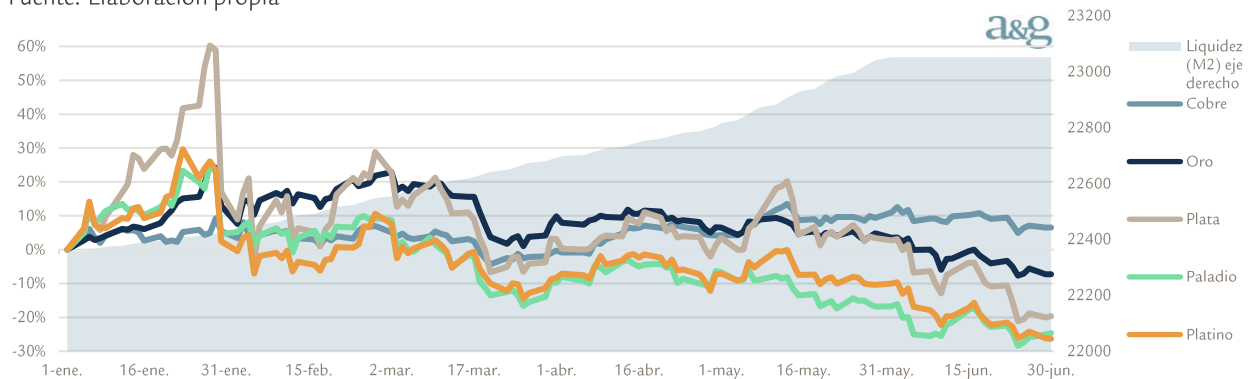
### ¿Han dejado de brillar los metales preciosos?

Los metales preciosos **han perdido las ganancias** del año durante el trimestre, **entrando en terreno negativo después del espectacular 2025**, donde alcanzaron máximos históricos en unas subidas pocas veces vistas antes en este tipo de activos. Este recorrido alcista ha llevado a muchos inversores a mostrar una clara sobreponderación en su exposición por el efecto de la propia revalorización en las carteras. Sin embargo, como vimos a finales de enero con la gran caída que registró la plata, **estas subidas sin mostrar correcciones relevantes, no eran sostenibles** y era cuestión de tiempo que mostrasen algo de volatilidad, limpiando parte de las ganancias.

Esta sobreponderación cómoda por parte de muchos inversores parece que ha llegado a su fin, mientras **que el racional detrás de la inversión permanece intacto**. Los metales preciosos siguen siendo un **refugio de valor en momentos de estrés** tal y como han demostrado históricamente, unido a unos bancos centrales que siguen ampliando sus reservas, elevando la demanda física de metales, una oferta monetaria creciente y las principales economías emitiendo más deuda. En este sentido, **seguimos confiando en que pueden funcionar como un estabilizador en momentos en los que el mercado tenga presiones bajistas**, especialmente en un contexto geopolítico convulso con unas negociaciones de paz que pueden tornarse en cualquier momento, un mercado cuestionando la inversión en inteligencia artificial y un crecimiento que puede verse afectado.

### Liquidez (M2) y variación de precios YTD: Oro, Plata, Platino, Paladio y Cobre

Fuente: Elaboración propia



## 8. Posicionamiento

Nuestro escenario central continúa marcado por la evolución de las condiciones financieras globales y por la progresiva normalización de las tensiones geopolíticas. Aunque los riesgos asociados a Oriente Medio han perdido intensidad, seguimos considerando que se mantiene la incertidumbre y que sus efectos sobre materias primas, inflación y confianza no han desaparecido por completo. La reciente moderación del precio del petróleo reduce parte de la presión inmediata sobre los mercados, pero no elimina el riesgo de nuevos episodios de volatilidad. En este entorno, las expectativas de inflación siguen siendo superiores a las previstas a comienzos de año, lo que limita el margen de actuación de los bancos centrales e incrementa la probabilidad de que los tipos de interés permanezcan en niveles restrictivos durante más tiempo. Si estas condiciones financieras se consolidaran, tendrían un impacto gradual sobre el crecimiento económico, aumentando los riesgos de desaceleración. No obstante, **seguimos sin considerar la estanflación como nuestro escenario central.**

Tras el conflicto bélico, el escenario descontado por el mercado de renta variable fue excesivamente adverso, provocando correcciones en todos los índices. Sin embargo, unos resultados empresariales sólidos y unas estimaciones resistentes han permitido que las valoraciones recuperasen atractivo e impulsaran al mercado, apoyándose más en factores microeconómicos que macroeconómicos, así como en un componente técnico derivado de la elevada concentración de los índices. En este contexto, mantenemos nuestra preferencia por áreas geográficas como Estados Unidos, donde la calidad de los beneficios y el liderazgo sectorial siguen ofreciendo una mayor visibilidad. Por el contrario, infraponderamos Europa, que presenta mayores vulnerabilidades debido a su menor dinamismo económico, su exposición al ciclo industrial y energético y una sensibilidad más elevada a la desaceleración del comercio global. Finalmente, mantenemos una visión relativamente positiva sobre Asia, destacando su importancia en la cadena productiva tecnológica.

En renta fija, consideramos que los tramos cortos y medios de la curva, en torno a los tres años, siguen ofreciendo un binomio rentabilidad-riesgo razonable, con rendimientos capaces de batir la inflación en ese horizonte temporal. Dentro de la renta fija corporativa, nos mantenemos defensivos, posicionándonos en el crédito con grado de inversión sobre el resto de bonos corporativos.

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 movimientos tácticos de mercado y de las expectativas sobre política monetaria, 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, mantenemos una visión constructiva, 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, con preferencia por Estados Unidos sobre Europa, 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 a liquidez



### Posicionamiento Geográfico

- Sobreponderamos Estados Unidos
- Infraponderamos 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

- Preferencia por renta fija corporativa de calidad
- Neutrales en dólar
- Positivos en metales preciosos
- Positivos en materias primas

## Renta Variable

### Positivos en Estados Unidos

- Mantenemos nuestra sobreponderación sobre la renta variable americana, apoyada en su resiliencia económica, autonomía energética y política fiscal favorable.
- La economía estadounidense evitará la recesión gracias a la inversión empresarial, un mercado laboral resiliente y beneficios corporativos creciendo por encima del doble dígito.
- A pesar de que las valoraciones en EE. UU. siguen siendo superiores a otras regiones, consideramos que son razonables, respaldadas por un mayor crecimiento esperado de beneficios y altos retornos sobre el capital.
- La Inteligencia Artificial seguirá impulsando la productividad y la mejora de márgenes empresariales.
- Esperamos una mejora en la amplitud del mercado, con menor concentración en las “7 Magníficas” y mayor protagonismo de medianas y pequeñas compañías.
- Sectores como tecnología, inteligencia artificial y energía continuarán liderando el crecimiento global con empresas con balances sólidos y altos márgenes operativos.
- Los dos principales riesgos que identificamos serían un repunte de la inflación que eleve las rentabilidades de la deuda, agravado por el déficit fiscal y por posibles problemas de financiación, y/o la excesiva concentración de sus índices al sector tecnológico en general y semiconductores en particular.

### Negativos en Europa ▼

- Bajamos nuestra perspectiva sobre la renta variable europea, infraponiéndola respecto Estados Unidos.
- Su mayor sensibilidad a los precios energéticos, el riesgo que los tipos europeos permanezcan más elevados durante más tiempo y la posibilidad que la política fiscal no compense el impacto del shock energético, pueden actuar como un importante freno para el crecimiento económico.
- Pese a gozar de unas sus valoraciones más atractivas respecto Estados Unidos, la experiencia vivida en los últimos años nos hace poner en cuarentena sus optimistas previsiones de beneficios.
- Persisten, y no parece que puedan remitir en el corto plazo, desafíos estructurales como el bajo crecimiento, la fragmentación política y la elevada propensión al ahorro.
- Europa mantiene menor exposición a sectores de alto crecimiento como tecnología e inteligencia artificial, donde EE. UU. continúa liderando.
- La renta variable europea ofrece estabilidad y valor relativo, aunque con un potencial de crecimiento más moderado y dependiente de factores estructurales, dejando oportunidades selectivas.

### Neutrales en Emergentes

- Mantenemos una posición neutral en mercados emergentes, manteniendo nuestro foco en Asia por su peso y potencial de crecimiento.
- A pesar de su dependencia energética, la repercusión en su inflación no es tan alta como en la economía Europea.
- Economías como China, Corea y Taiwán continúan siendo motores del crecimiento global, impulsadas por tecnología, semiconductores e inteligencia artificial.
- Las políticas públicas orientadas a estimular inversión y consumo, junto con tendencias como la digitalización y expansión de la clase media, apoyan el atractivo a largo plazo.
- Las valoraciones relativas siguen siendo atractivas frente a mercados desarrollados como Estados Unidos, aportando diversificación a las carteras.
- La elevada dependencia tecnológica aumenta la vulnerabilidad ante posibles correcciones en el ciclo de innovación o inteligencia artificial.
- Persisten riesgos relevantes como tensiones geopolíticas, dependencia energética, volatilidad externa y riesgos regulatorios, especialmente en China.

## Neutrales en crecimiento respecto a valor

- Mantenemos una posición neutral entre los estilos de inversión crecimiento y valor.
- Las compañías de crecimiento, especialmente tecnológicas, siguen beneficiándose de la inteligencia artificial, digitalización e innovación, aunque presentan valoraciones más exigentes y sensibilidad a los tipos de interés.
- Las compañías sesgadas a valor ofrecen estabilidad, generación sólida de caja y dividendos atractivos, con potencial apoyo de precios elevados de materias primas.
- El entorno actual favorece un enfoque equilibrado entre crecimiento e inversión en valor.
- Consideramos más atractivo diversificar entre innovación y estabilidad sectorial que centrarnos exclusivamente en un único estilo de inversión.
- Creemos que uno de los principales riesgos del mercado es una rotación sectorial, que podría mitigarse con este posicionamiento.

## Positivos en medianas y pequeñas compañías respecto a grandes

- Mantenemos una visión positiva sobre las compañías de mediana y pequeña capitalización por sus valoraciones atractivas y mayor potencial de crecimiento.
- Estas empresas destacan por su flexibilidad y capacidad de adaptación a cambios económicos y nichos de mercado emergentes.
- Su mayor exposición doméstica y el potencial de movimientos corporativos son factores favorables adicionales.
- Como contrapartida, presentan menor liquidez, mayor sensibilidad a los tipos de interés y un acceso más limitado a la financiación.
- Aunque las grandes compañías aportan estabilidad, consideramos que el entorno actual favorece tácticamente a pequeñas y medianas empresas, asumiendo un mayor nivel de riesgo y volatilidad.

## Neutrales en sectores defensivos respecto a cíclicos

- Mantenemos una posición neutral entre sectores defensivos y cíclicos, buscando el equilibrio entre estabilidad y crecimiento.
- Los sectores defensivos, como salud, utilities y consumo básico, aportan estabilidad y resistencia en entornos inciertos.
- Los sectores cíclicos, como industria, consumo discrecional y energía, ofrecen mayor potencial de crecimiento en fases de expansión económica.
- Consideramos adecuado combinar ambos estilos de forma flexible para adaptarse a la evolución del ciclo económico.
- Una visión neutral permite diversificar riesgos y aprovechar oportunidades tanto en escenarios de estabilidad como de crecimiento moderado.
- Creemos que uno de los principales riesgos del mercado es una rotación sectorial, que podría mitigarse con este posicionamiento.

## Renta Fija

### Neutrales en duración

- Mantenemos una posición neutral en duración, situada en torno a 3-4 años.
- En un contexto de curvas de tipos aplanadas, los tramos largos ofrecen poca rentabilidad adicional frente al riesgo asumido.
- Preferimos el tramo corto y medio de la curva, especialmente vencimientos inferiores a 5 años.
- Los elevados déficits estructurales podrían seguir limitando la demanda y sensibilidad de los tramos largos.
- Consideramos atractivo aumentar exposición a deuda estadounidense si el bono a 10 años supera niveles del 4,50%.

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

- Mantenemos una posición neutral en renta fija corporativa.
- El entorno actual favorece a los bonos privados gracias a tipos de interés razonables, beneficios empresariales estables y compañías bien financiadas.
- A pesar de este escenario de tranquilidad, nos encontramos en un momento en el que los diferenciales de crédito se encuentran muy ajustados.
- La subida de la tasa libre de riesgo permite acceder a niveles de rentabilidad total más atractivos que en los últimos años.
- La morosidad se mantiene contenida, apoyando la solidez del crédito corporativo.
- Consideramos adecuada una exposición equilibrada entre bonos gubernamentales y corporativos con grado de inversión, con el objetivo de mejorar la rentabilidad ajustada al riesgo de las carteras.

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

- Mantenemos preferencia por deuda subordinada frente a bonos de alta rentabilidad (high yield).
- Estamos en un momento en el que los diferenciales de crédito de ambos se encuentran muy ajustados.
- Evitamos emisores con peor calificación crediticia debido a su mayor iliquidez y riesgo.
- Preferimos híbridos corporativos de compañías sólidas con balances de calidad y grado de inversión.
- También vemos el atractivo en los bonos AT1 bancarios, apoyados por buenos resultados del sector, solvencia sólida y mejoras de rating.
- Para inversores con mayor tolerancia al riesgo, la deuda subordinada y los AT1 son algunas de nuestras posiciones favoritas frente al high yield tradicional.

## Divisas

### Neutrales en euro/dólar

- Mantenemos una posición neutral en el euro/dólar ante factores contrapuestos que afectan a ambas divisas.
- La Eurozona afronta un crecimiento moderado y dependencia energética, limitando el potencial de apreciación del euro.
- Estados Unidos mantiene fortaleza relativa gracias a su superávit energético y a una política monetaria más restrictiva.
- Seguimos considerando al dólar como activo refugio en momentos de incertidumbre, apoyado por el “excepcionalismo americano”.
- Vemos atractivo acumular dólares en niveles cercanos a 1,20 EUR/USD como estrategia de equilibrio y visión de medio plazo para las carteras.



Renta Variable

Renta Fija

Liquidez

Infraponderar Neutral Sobreponderar



**Clase de Activos**

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 checked="" 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](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