



Equilibrio en tiempos inciertos

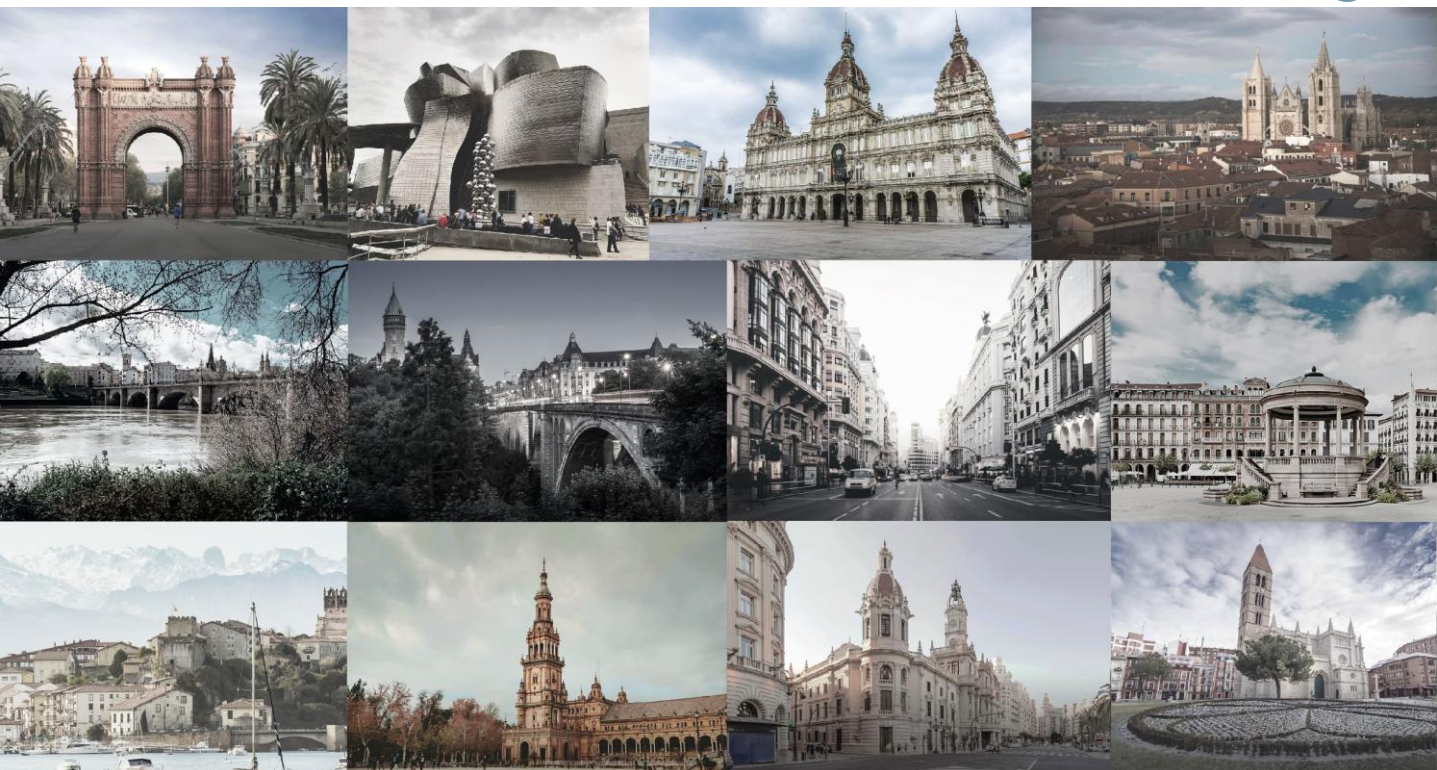
Estrategia 4T 2026

1 de Octubre de 2026

Soluciones de Inversión | solucionesdeinversion@ayg.es

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA



Índice

1	Estrategia 4T 2026: Equilibrio en tiempos inciertos
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 4T 2026

El tercer trimestre del ejercicio ha vuelto a poner de manifiesto la capacidad de los mercados para convivir con la incertidumbre, aunque también ha dejado señales que conviene interpretar con atención. **Las bolsas estadounidenses han mostrado resistencia, apoyadas en las expectativas de beneficios empresariales y en el impulso de la inteligencia artificial**, mientras que el encarecimiento de la financiación y las tensiones energéticas han condicionado el comportamiento de otros mercados. Los inversores siguen confiando en la capacidad de las empresas para adaptarse, pero **el equilibrio entre crecimiento, inflación y valoraciones resulta cada vez más exigente**.

Más allá de las cotizaciones, seguimos asistiendo a cambios de mayor calado. **El nuevo orden mundial continúa tomando forma**, en un contexto en el que la seguridad energética, la autonomía tecnológica y la capacidad de financiación adquieren una importancia creciente. Para los inversores, estos cambios obligan a revisar algunas de las relaciones económicas y financieras que durante años se consideraron estables.

En el corto plazo, **el conflicto en Oriente Medio y la incertidumbre sobre la normalización del tránsito por el estrecho de Ormuz siguen condicionando el escenario**. Las negociaciones mantienen abierta la posibilidad de una desescalada, pero todavía no permiten dar por resuelta la tensión. La energía continúa siendo un canal de transmisión hacia la inflación y el crecimiento, y refuerza nuestra percepción de que **su precio podría incorporar una prima de riesgo más persistente**.

Al mismo tiempo, **la Reserva Federal ha pasado de las expectativas de bajadas de tipos a principios de año, a una subida efectiva en septiembre**. La resistencia de la economía estadounidense y una inflación todavía elevada han desplazado el debate hacia la necesidad de nuevos ajustes. **La evolución de los datos seguirá siendo decisiva**, pero el trimestre confirma que el retorno a unos tipos más bajos tardará en producirse.

El importante repunte de las rentabilidades de los bonos merece una atención especial. Este movimiento refleja tanto las dudas sobre la inflación como la creciente exigencia de los inversores ante las necesidades de financiación pública. Aunque ha penalizado el precio de la deuda, también mejora las rentabilidades disponibles para nuevas inversiones. **La renta fija ofrece oportunidades, pero exige seleccionar con rigor los emisores y los plazos**.

Si levantamos la vista del corto plazo, la inteligencia artificial continúa siendo una de las grandes fuerzas transformadoras de este ciclo. Su potencial para elevar la productividad y modificar los modelos de negocio es considerable, pero quedan interrogantes sobre la rentabilidad de las inversiones, la distribución de los beneficios, su posible regularización y las valoraciones que resulta razonable pagar. **Distinguir entre el potencial de una tecnología y el atractivo de una inversión será cada vez más importante**.

Nos esperan años especialmente interesantes para los inversores. **Mantener la capacidad de adaptación sin renunciar al rigor será fundamental**. Las valoraciones, la calidad de los activos y la diversificación seguirán siendo esenciales para construir carteras resilientes, capaces de participar en las grandes tendencias y de preservar un equilibrio adecuado entre rentabilidad y riesgo.

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%	3,0%	3,1%	3,1%	3,4%	3,4%	4,0%	4,0%	3,5%	3,6%						
EEUU	2,2%	2,2%	2,1%	2,2%	2,1%	2,2%	2,7%	2,7%	3,3%	3,4%	2,4%	2,5%	3,8%	3,8%	3,7%	4,2%	3,5%	4,1%
Zona Euro	1,5%	1,5%	0,8%	0,9%	1,2%	1,3%	2,1%	2,1%	2,8%	2,9%	2,3%	2,5%	2,0%	2,0%	2,5%	2,7%	2,3%	2,5%
Alemania	0,3%	0,3%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	2,2%	2,2%	2,7%	2,7%	2,4%	2,5%						
Francia	0,9%	0,9%	0,6%	0,5%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	2,2%	2,3%	1,9%	2,0%						
Italia	0,7%	0,7%	0,9%	0,9%	0,8%	0,7%	1,7%	1,7%	2,8%	2,9%	2,0%	2,2%						
España	2,9%	2,9%	2,4%	2,6%	1,9%	2,1%	2,7%	2,7%	3,4%	3,5%	2,6%	2,6%						
Reino Unido	1,4%	1,4%	1,0%	1,2%	1,1%	1,2%	3,4%	3,4%	3,1%	3,1%	2,6%	2,7%	3,8%	3,8%	3,9%	3,8%	3,3%	3,5%
Canadá	1,7%	1,7%	0,9%	1,0%	1,7%	1,7%	2,1%	2,1%	2,6%	2,8%	2,1%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,6%	2,6%
Rusia	0,9%	0,9%	0,7%	0,7%	1,3%	1,1%	8,8%	8,8%	6,0%	6,1%	5,0%	5,1%	15,9%	15,9%	13,0%	13,7%	9,5%	11,0%
Brasil	2,3%	2,3%	2,0%	2,0%	1,7%	1,6%	5,0%	5,0%	4,6%	4,5%	4,2%	4,3%	15,0%	15,0%	13,3%	13,5%	11,1%	11,8%
Asia																		
Japón	1,2%	1,2%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	3,2%	3,2%	2,0%	1,9%	2,1%	2,1%	0,7%	0,7%	1,2%	1,3%	1,4%	1,8%
China	5,0%	5,0%	4,6%	4,6%	4,5%	4,4%	0,0%	0,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	3,0%	3,0%	2,9%	3,0%	2,9%	2,9%
India	6,4%	6,4%	7,5%	7,5%	6,7%	7,1%	4,6%	4,6%	2,0%	2,0%	4,9%	5,1%	5,3%	5,3%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%

* Estimación del informe trimestral de octubre de 2026

3. Evolución por clases de activos

Precios a cierre del 30/09/2026

RENTA VARIABLE

Global	Precio	Mes	3Meses	YTD	2025	2024
BLOOMBERG World Large & Mid Caps € Hedge	2.281	-1,11%	0,37%	10,69%	16,25%	17,83%
BLOOMBERG World Large & Mid Caps EUR	2.504	0,87%	1,70%	15,24%	6,11%	20,28%
SINTETICO BBG World Large&Mid 50€/50€Hedge	2.392	-0,12%	1,04%	12,96%	11,18%	19,06%
MSCI World EURHedge	332	-1,00%	1,24%	10,04%	15,20%	18,98%
MSCI World Growth	7.520	-0,17%	-0,16%	8,27%	20,42%	35,95%
MSCI World Value	4.915	-2,43%	3,42%	13,10%	18,24%	8,67%
Europa	Precio	Mes	3Meses	YTD	2025	2024
Stoxx 600	635	-2,49%	-1,07%	7,21%	16,66%	5,98%
EuroStoxx50	6.269	-2,35%	-0,93%	8,25%	18,29%	8,28%
Ibex35	19.426	-2,74%	-0,23%	12,24%	49,27%	14,78%
FTSE100	10.606	-2,02%	1,04%	6,79%	21,51%	5,69%
MSCI Europe Growth	226	-2,42%	-3,66%	4,99%	7,31%	4,47%
MSCI Europe Value	185	-2,51%	1,04%	9,76%	25,84%	6,90%
Estados Unidos	Precio	Mes	3Meses	YTD	2025	2024
S&P500	7.652	-0,45%	2,03%	11,77%	16,39%	23,31%
Nasdaq Composite	26.861	1,86%	2,47%	15,57%	20,36%	28,64%
Dow Jones	50.906	-4,29%	-2,70%	5,91%	12,97%	12,88%
Russell 1000	4.156	-0,75%	1,51%	11,33%	15,89%	22,84%
Russell 2000	2.797	-5,40%	-7,52%	12,69%	11,29%	10,02%
MSCI USA Growth	16.648	0,90%	0,70%	9,30%	20,98%	34,21%
MSCI USA Value	4.682	-2,20%	3,37%	13,73%	12,31%	11,63%
Asia	Precio	Mes	3Meses	YTD	2025	2024
Topix	4.109	-1,15%	2,85%	20,52%	22,41%	17,69%
Nikkei 225	66.754	0,67%	-4,72%	32,61%	26,18%	19,22%
MSCI Japan	2.528	-0,83%	1,71%	20,98%	21,79%	18,49%
MSCI Asia ex Japan	1.132	-0,59%	-1,01%	23,91%	29,73%	9,75%
MSCI India	2.766	-6,28%	-4,73%	-10,06%	8,13%	14,33%
MSCI China	72	-4,73%	2,99%	-12,74%	28,31%	15,66%
Shanghai Composite	3.842	-3,61%	-6,16%	-3,19%	18,41%	12,67%
Emergentes	Precio	Mes	3Meses	YTD	2025	2024
MSCI Emerging Markets Local Currency	105.736	-0,66%	-3,56%	21,10%	28,35%	10,54%
MSCI EM USD	1.705	-0,84%	-1,05%	21,40%	30,58%	5,05%
MSCI EM EUR	782	1,69%	0,28%	27,58%	17,76%	14,68%
MSCI EM Currency Index USD	1.927	0,10%	3,92%	4,04%	7,23%	-0,73%
Sectorial (MSCI ACWI)	Precio	Mes	3Meses	YTD	2025	2024
Energía	346	-2,37%	13,92%	30,64%	10,02%	-1,44%
Materiales	423	-7,89%	1,50%	7,12%	29,14%	-10,03%
Industria	503	-4,10%	-5,92%	7,78%	23,96%	10,77%
Consumo Discrecional	416	-6,42%	-3,83%	-9,18%	8,50%	19,08%
Consumo Estable	292	-3,98%	-2,98%	0,62%	6,23%	1,92%
Salud	412	-1,86%	3,39%	4,22%	13,08%	-0,19%
Financiero	236	-5,14%	1,89%	4,42%	25,75%	21,19%
Tecnología	1.303	4,22%	4,19%	34,83%	25,67%	30,80%
Servicios de Comunicación	164	2,71%	2,93%	0,05%	31,40%	30,22%
Utilities	188	-4,80%	-9,24%	-2,85%	20,30%	8,83%
Inmobiliario	971	-6,07%	-5,38%	-1,46%	3,56%	-0,44%

3. Evolución por clases de activos

Precios a cierre del 30/09/2026

RENTA FIJA

Tipos	Precio	Mes	3Meses	YTD	2025	2024
Gobiernos 2 años Estados Unidos (pb)	4,89%	55	71	141	-77	-1
Gobiernos 5 años Estados Unidos (pb)	5,09%	59	86	136	-66	53
Gobiernos 10 años Estados Unidos (pb)	5,28%	53	82	112	-40	69
Gobiernos 30 años Estados Unidos (pb)	5,63%	39	68	78	6	75
Tipos Swap 2 años EEUU	4,75%	53	72	143	-77	1
Tipos Swap 5 años EEUU	4,81%	58	88	135	-57	51
Tipos Swap 10 años EEUU	4,90%	52	85	109	-27	60
Tipos Swap 30 años EEUU	4,96%	40	75	80	23	62
Diferencia Tipos Gobierno - Swap 10 años EEUU	0,39%	1	-3	2	-13	9
Gobiernos 2 años Alemania (pb)	3,21%	27	68	109	4	-32
Gobiernos 5 años Alemania (pb)	3,36%	29	76	91	29	21
Gobiernos 10 años Alemania (pb)	3,59%	26	73	73	49	34
Gobiernos 30 años Alemania (pb)	3,94%	12	52	46	88	33
Tipos Swap 2 años zona Euro	3,54%	39	83	128	7	-60
Tipos Swap 5 años zona Euro	3,60%	39	86	102	33	-19
Tipos Swap 10 años zona Euro	3,69%	33	77	76	56	-13
Tipos Swap 30 años zona Euro	3,54%	11	46	30	1	0
Diferencia Tipos Gobierno - Swap 10 años Alemania	-0,10%	-7	-5	-3	-7	47
Gobiernos 2 años España (pb)	3,29%	32	69	102	1	-71
Gobiernos 5 años España (pb)	3,62%	39	82	98	6	-4
Gobiernos 10 años España (pb)	4,13%	36	79	85	23	7
Gobiernos 2 años Italia (pb)	3,50%	38	79	129	-22	-57
Gobiernos 5 años Italia (pb)	4,01%	47	97	116	-2	-20
Gobiernos 10 años Italia (pb)	4,61%	46	98	106	3	-18
Índices Gobierno Europa 3-5 años	221	-1,30%	-2,41%	-1,78%	2,48%	2,52%
Índices Gobierno USA 3-5 años	397	-1,73%	-1,98%	-2,03%	6,85%	2,26%

CRÉDITO

	Precio	Mes	3Meses	YTD	2025	2024
Diferencial Investment Grade Europa	63	12	11	12	-7	-1
Índice Investment Grade Europa 3-5 años	260	-1,21%	-2,03%	-0,99%	3,68%	4,95%
Diferencial High Yield Europa	301	53	56	57	-69	3
Índice High Yield Europa 3-5 años	762	-1,98%	-1,69%	0,25%	5,00%	7,93%
Diferencial Investment Grade USA	60	10	9	10	0	-7
Índice Investment Grade USA 3-5 años	322	-1,76%	-1,93%	-1,26%	7,89%	4,53%
Diferencial High Yield USA	341	40	35	25	5	-45
Índice High Yield USA 3-5 años	547	-2,30%	-1,68%	0,32%	7,81%	8,29%
Índices Subordinados financieros	321	-1,14%	-1,99%	-0,57%	4,59%	6,79%
Índices AT1	204	-2,30%	-0,39%	0,93%	8,72%	14,09%
Índices Gobiernos Emergentes Local Currency	168	-0,53%	1,58%	3,27%	9,29%	1,68%

MATERIAS PRIMAS

	Precio	Mes	3Meses	YTD	2025	2024
Oro	4.157,41	-6,31%	3,73%	-3,75%	64,58%	27,22%
Brent	103,53	14,41%	41,98%	70,14%	-18,48%	-3,12%
Metales Preciosos	424,97	-7,14%	1,77%	-7,66%	72,84%	19,00%
Metales Industriales	176,75	-1,92%	3,35%	8,18%	16,44%	-1,63%

DIVISAS

	Precio	Mes	3Meses	YTD	2025	2024
Euro / Dólar	1,1330	-2,48%	-0,81%	-3,54%	13,44%	-6,21%
Euro / Libra	0,8541	-0,38%	-0,84%	-2,02%	5,35%	-4,55%
Euro / Yen	178,35	-3,90%	-3,95%	-3,08%	13,04%	4,53%
MSCI EM Currency Index USD	1.927,42	0,10%	3,92%	4,04%	7,23%	-0,73%

OTROS

	Precio	Mes	3Meses	YTD	2025	2024
Bitcoin	83.621	6,05%	42,60%	-4,59%	-6,47%	120,46%
Ethereum	2.681	8,43%	70,35%	-9,96%	-11,02%	46,63%
Solana	118	13,72%	60,26%	-5,09%	-35,51%	85,49%



Fuente: OpenAI

4. Perspectivas económicas

- El crecimiento global resiste, impulsado por la fortaleza de Estados Unidos y emergentes y por la mejora gradual de la zona euro.
- Las presiones inflacionistas aumentan, con la energía y los productos refinados como principales focos de riesgo, especialmente en las economías desarrolladas.
- La Fed y el BCE avanzan hacia un nuevo ciclo de subidas de tipos, mientras que los bancos centrales emergentes se mantienen en compás de espera.

Clave 1: El turno de las elecciones de medio término

En un año especialmente intenso

2026 está siendo un año extraordinariamente intenso en términos económicos y geopolíticos. El conflicto con Irán y el consiguiente **shock energético**, el boom sin precedentes de inversión en **inteligencia artificial** y el relevo al frente de la **Reserva Federal** han dominado la agenda. En este contexto, **las elecciones de medio término han quedado, durante buena parte del año, relativamente en segundo plano.** Pero menor atención no significa menor relevancia: **su resultado determinará el control del Congreso y, con él, la capacidad de la Administración Trump para ejecutar su agenda durante los dos últimos años de mandato.**

Balance de fuerzas: riesgos y oportunidades

Fuente: Elaboración propia con ChatGPT



Elecciones de medio término, una mayoría estrecha ante un patrón histórico adverso...

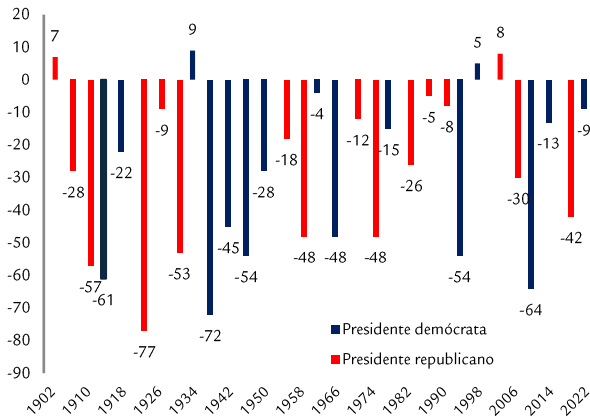
En las elecciones de mitad de mandato se renueva la **totalidad de la Cámara de Representantes** y **aproximadamente un tercio del Senado**.

En la Cámara de Representantes hay un elevado consenso: **se espera que los republicanos pierdan la mayoría**. Por un lado, los republicanos **parten de una mayoría muy estrecha**. A esta situación se suma el patrón histórico por **el que el partido que ocupa la Casa Blanca suele sufrir un retroceso en su representación en la Cámara**, así como los reducidos niveles de aprobación de Donald Trump.

En el Senado, en cambio, **el resultado es más incierto**, ya que la tercera parte que se renueva corresponde a estados de tendencia mayoritariamente republicana.

Cambio de escaños del partido presidencial

Fuente: Ned Davis Research



...con la economía encabezando las preocupaciones de los votantes.

Las preocupaciones económicas ocupan un lugar central a medida que se acercan las elecciones de noviembre. El 29% de los votantes menciona asuntos económicos como el principal tema de campaña, destacando el **coste de vida y la asequibilidad**, citados por el 15%. Tras el desgaste que la inflación provocó a la Administración Biden y a los demócratas en 2024, **la evolución de los precios puede volver a desempeñar un papel destacado** en las elecciones de mitad de mandato.

Temas prioritarios para los votantes

Fuente: Elaboración propia con datos de Pew Research Center

Tema	Porcentaje (%)
Economía	29
Costo de vida / Asequibilidad	15
Economía en general	7
Impuestos	4
Ética y reforma del gobierno	9
Inmigración	7
Atención sanitaria	5
Política exterior	4
Trump	4

Implicaciones de los distintos escenarios tras las elecciones de mitad de mandato

En términos generales, **no se espera que provoquen un cambio sustancial en la orientación de la política económica**, aunque sí pueden modificar la capacidad de la Administración para avanzar en su agenda legislativa. Varias de las principales palancas de actuación como aranceles, política exterior, inmigración y desregulación seguirían dependiendo en gran medida del poder ejecutivo, por lo que estas políticas podrían mantener una elevada continuidad. **La política fiscal es el ámbito donde el resultado electoral podría tener mayores implicaciones**: un gobierno unificado ofrecería más margen para impulsar medidas fiscales y legislativas, mientras que un gobierno dividido tendería a limitar las posibilidades de expansión fiscal.

Escenarios políticos tras las elecciones de mitad de mandato de 2026

Fuente: Elaboración propia

Escenario	Política fiscal	Desregulación	Impacto sobre la IA
1. Republicanos mantienen Cámara y Senado 	Neutral a expansiva. El proyecto de ley de reconciliación seguiría disponible	Continuidad	Expectativa de menos restricciones
2. Republicanos mantienen Senado y pierden la Cámara 	Posibles enfrentamientos por cierres del Gobierno y el límite de deuda	Continuidad relevante porque el Ejecutivo conservaría amplias herramientas	Expectativa de más restricciones a nivel local
3. Republicanos pierden Cámara y Senado 	Déficit estable o ligeramente mayor. Los recortes a SNAP/Medicaid podrían retrasarse o suavizarse	Las mayores facultades de supervisión podrían ralentizar el proceso	Expectativa de restricciones más duraderas y amplias

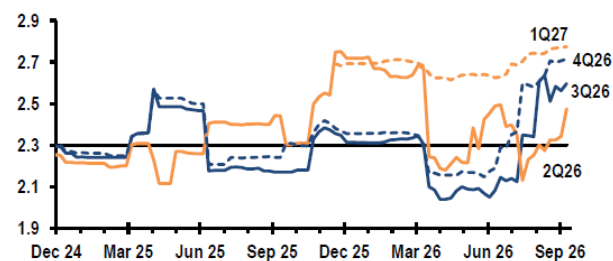
Clave 2: Crecimiento

El crecimiento global se revisa al alza ante una mayor resiliencia de la actividad.

Las perspectivas de crecimiento global han mejorado en los últimos meses. **El crecimiento se ha mantenido por encima de su potencial** pese al impacto de los precios de la energía, reduciendo los temores a una desaceleración más intensa. Este escenario, aunque favorable para el crecimiento, también aumenta el riesgo de que las **presiones inflacionistas** sean más persistentes y de que los **tipos de interés** se mantengan en niveles elevados durante más tiempo.

PIB Global: Variación de las estimaciones

Fuente: JP Morgan

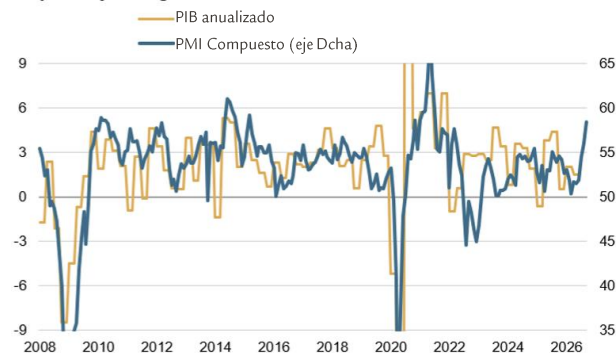


En Estados Unidos los indicadores adelantados apuntan a una aceleración del crecimiento...

El PMI compuesto se disparó en septiembre hasta su nivel más alto desde julio de 2021 y apunta a una clara **aceleración de la actividad**. Estos datos apuntan a un crecimiento del PIB para el tercer trimestre de alrededor del 5% anualizado. Para poner esta fortaleza en perspectiva, si se excluye el extraordinario repunte de la demanda que se produjo con la reapertura de la economía tras los confinamientos de la COVID-19, **la mejora de la actividad empresarial registrada en septiembre es la más intensa observada desde comienzos de 2015**. Además, tanto las manufacturas como los servicios se incrementaron hasta máximos de 2022.

EE.UU.: PIB vs PMI

Fuente: S&P Global

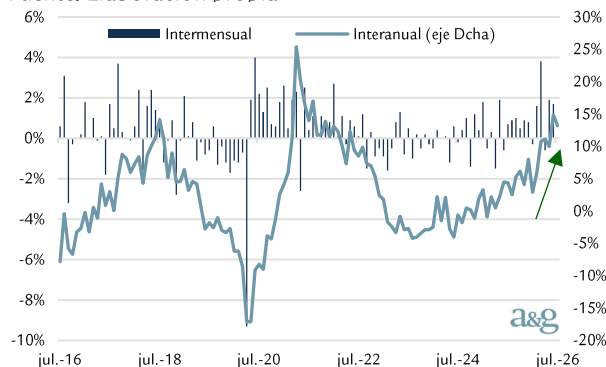


... con la inversión empezando a trasladarse a la producción industrial.

La recuperación industrial empieza a mostrar una base más amplia, apoyada no solo por la inversión vinculada a los **centros de datos**, sino también por la mejora de la demanda en **manufacturas, automatización, relocalización de la producción, aeroespacial e infraestructuras**. Esta mejora se refleja, en primer lugar, en los nuevos pedidos de bienes de capital no relacionados con defensa, un indicador adelantado de la inversión empresarial, que ha mostrado una clara aceleración en los últimos meses. Además, ese mayor dinamismo de los pedidos comienza además a trasladarse a la actividad productiva: la producción industrial de bienes de equipo se sitúa un 7,1% por encima de hace un año, y en conjunto, ambos indicadores apuntan a un **fortalecimiento del ciclo de inversión** y a una mayor contribución del sector industrial al crecimiento económico.

EE.UU.: Pedidos bienes capital (ex defensa)

Fuente: Elaboración propia



EE.UU.: Producción industrial de bienes de equipo

Fuente: Elaboración propia

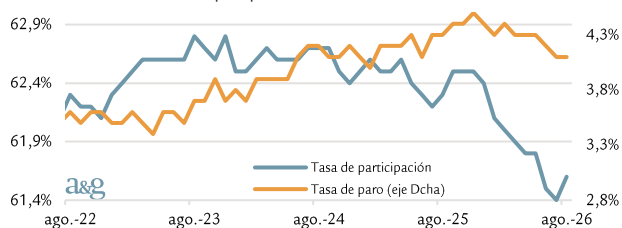


El mercado laboral ha mostrado una notable fortaleza...

Aunque la creación de empleo se desaceleró durante el verano, **la tasa de paro se ha mantenido contenida**, en torno al 4,1%. Parte de esta resiliencia responde a una menor expansión de la oferta de trabajo: **la tasa de participación ha caído con fuerza desde mediados de 2025**, mientras que la reducción de la inmigración también habría limitado el crecimiento de la población activa.

EE. UU.: Tasa de paro & tasa de participación

Fuente: Elaboración propia

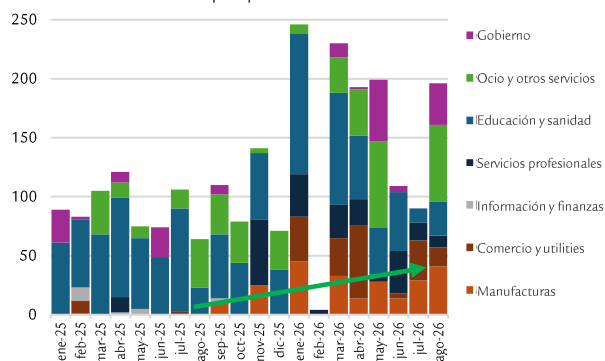


...y la creación de empleo se ha ampliado a más sectores...

La evolución del empleo en 2026 muestra un cambio en su composición sectorial. Educación y sanidad, que habían sido uno de los principales motores de la creación de empleo, han perdido protagonismo, mientras **aumenta la contribución de sectores más ligados al ciclo productivo**. Al mismo tiempo, **el PMI de septiembre señala una clara reactivación de la contratación**, con el empleo creciendo al ritmo más rápido en más de cuatro años y con **avances tanto en manufacturas como en servicios**. Si este fortalecimiento de la demanda de trabajadores coincide con una oferta laboral todavía restringida, podría traducirse en una renovada presión al alza sobre los salarios.

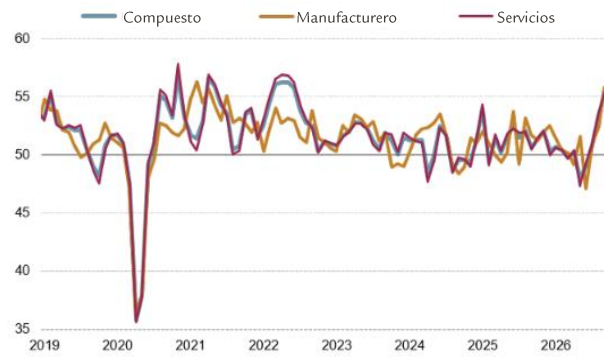
EE.UU.: Creación de empleo por sectores

Fuente: Elaboración propia



EE.UU.: Componente de empleo de los PMIs

Fuente: S&P Global

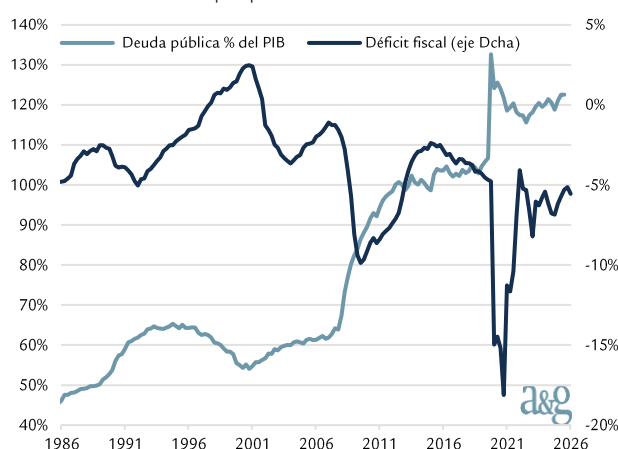


...pero el elevado déficit fiscal aumenta la vulnerabilidad.

El elevado déficit fiscal de Estados Unidos supone un **riesgo especialmente relevante** porque se produce con un **nivel de deuda pública ya muy elevado** y en una fase de crecimiento económico. Normalmente, los periodos de expansión permiten reducir el déficit y generar margen fiscal para afrontar futuras crisis. Sin embargo, en el entorno actual, **la deuda continúa aumentando incluso con una economía en crecimiento**. Esto puede elevar las necesidades de financiación del Gobierno, mantener presión sobre los tipos de interés y aumentar el coste del servicio de la deuda. Además, **reduce el margen de respuesta ante una futura recesión o shock económico** y hace que la sostenibilidad fiscal dependa cada vez más de mantener un crecimiento sólido.

EE.UU.: Deuda pública y déficit fiscal (en % del PIB)

Fuente: Elaboración propia

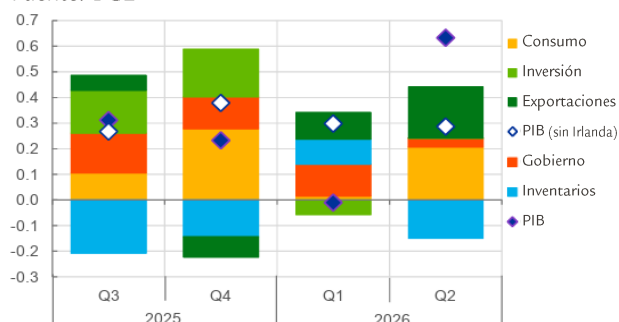


En la zona Euro el crecimiento sorprende al alza, aunque sigue en niveles moderados...

El crecimiento de la actividad se mantuvo sólido en el segundo trimestre, **apoyado por el consumo privado** y una mayor contribución de las **exportaciones netas**, mientras que el **impulso fiscal** también favorece la demanda pública. En contraste, **la inversión continúa mostrando debilidad**, pese a las expectativas favorables ligadas al capex en IA y a la inversión pública. De cara a los próximos trimestres, **el repunte de los precios energéticos vuelve a representar un riesgo** para el consumo y el crecimiento.

Zona Euro: PIB y componentes

Fuente: BCE

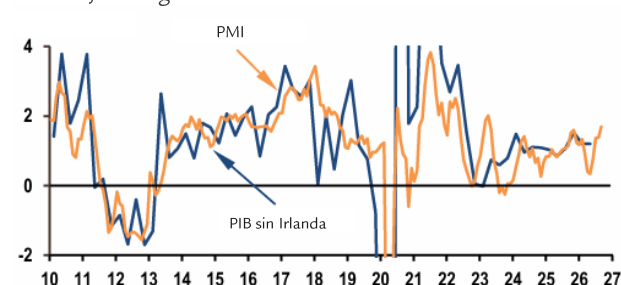


...con señales positivas para la actividad de cara a final de año...

De cara al final de año, la mejora del sentimiento y de la actividad, reflejada en los PMI, apunta a un **comportamiento sólido de la economía**. Las exportaciones, que han contribuido de forma significativa al crecimiento durante la primera mitad del año, podrían beneficiarse de una aceleración adicional. Por su parte, aunque la inversión ha sorprendido a la baja, el aumento del gasto público en Alemania, junto con los fondos europeos y el capex asociado a la IA, sigue ofreciendo un soporte relevante.

Zona Euro: PIB real (sin Irlanda) vs PMI

Fuente: JP Morgan

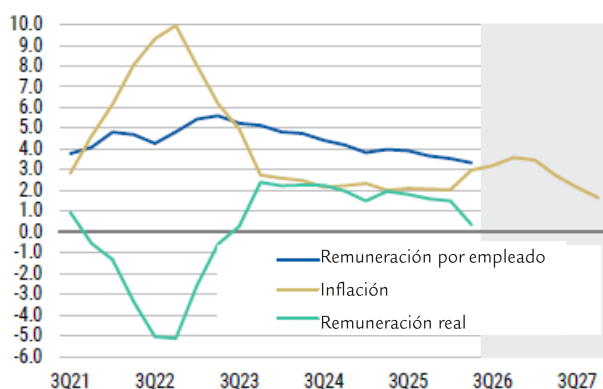


...aunque con inflación y tipos de interés como principales riesgos para la demanda interna.

Por un lado, la **desaceleración de la remuneración por empleado**, junto con el repunte de la **inflación**, reducirá las ganancias de renta real y limitará el poder adquisitivo de los hogares. Por otro, una inflación más persistente podría mantener elevados los tipos de interés y los **costes de financiación** durante más tiempo, afectando a la **demanda de crédito y a la inversión residencial**. La debilidad reciente de las solicitudes de préstamos, especialmente de los hogares, refuerza este riesgo. Aun así, el elevado nivel de ahorro y un mercado laboral que continúa generando empleo deberían amortiguar el impacto sobre el consumo.

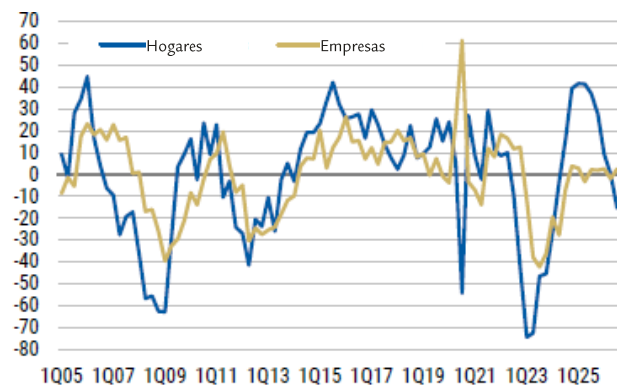
Zona Euro: Remuneración por empleado

Fuente: Morgan Stanley



Zona Euro: Variación de la demanda de crédito

Fuente: Morgan Stanley

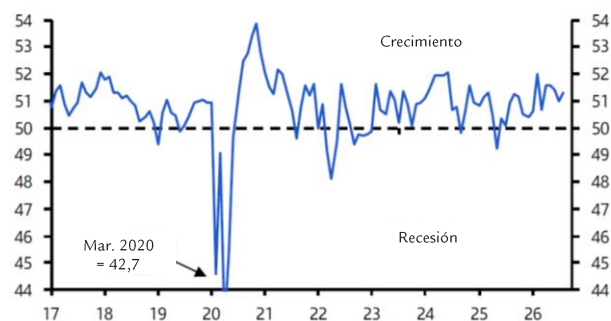


En Emergentes el impulso exportador mantiene sólido el crecimiento...

El crecimiento de las economías emergentes se mantiene sólido, con el **PMI manufacturero en terreno expansivo y una notable aceleración de las exportaciones de bienes**. Este dinamismo sigue impulsado en buena medida por la **fortaleza del ciclo tecnológico y el aumento de la inversión asociada a la inteligencia artificial**, que está elevando la demanda de semiconductores, equipamiento electrónico y otros bienes vinculados al capex tecnológico.

Emergentes: PMI manufacturero

Fuente: Capital Economics



Emergentes: Exportaciones de bienes

Fuente: Capital Economics

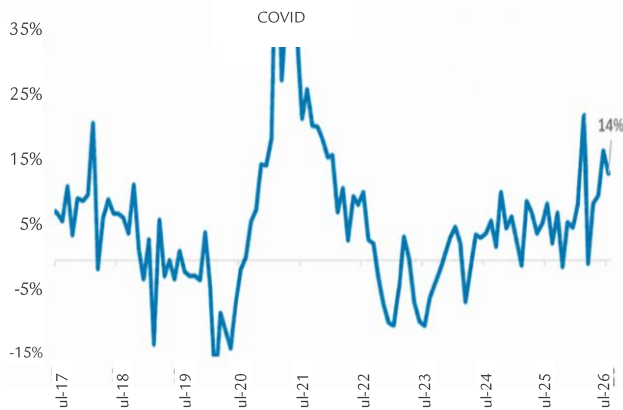


...y en Asia el crecimiento se amplía más allá del ciclo de IA.

Para Asia destacaría sobre todo que la recuperación está dejando de estar concentrada únicamente en la IA y se está **ampliando al resto de la economía**. Las exportaciones no relacionadas con IA crecen ya al ritmo más fuerte en ocho años, mientras que las importaciones de bienes de capital no vinculadas a IA también se aceleran, señal de que el ciclo de inversión se está extendiendo a más sectores. Esto es **especialmente relevante porque estas actividades son más intensivas en empleo que el sector tecnológico**, por lo que están empezando a traducirse en mejores condiciones laborales y, posteriormente, en un mayor consumo.

Asia: Exportaciones no ligadas a la IA

Fuente: Morgan Stanley



Asia ex China: Ventas minoristas

Fuente: Morgan Stanley



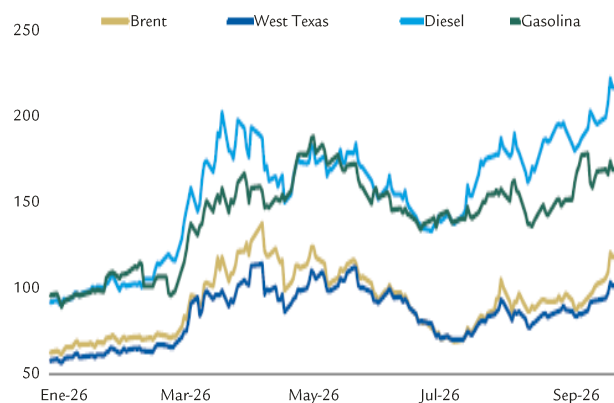
Clave 3: Inflación

La inflación se intensifica a medida que la tensión se desplaza del crudo a los refinados...

La interrupción de parte del suministro de Oriente Medio ha tenido un **impacto sobre el crudo menor de lo inicialmente temido**, gracias al uso de inventarios, la capacidad excedentaria y otros mecanismos de ajuste. Sin embargo, **estos márgenes son cada vez más estrechos y la tensión se está trasladando a los productos refinados**. El combustible de aviación vuelve a encarecerse y el margen entre el diésel y el petróleo se ha disparado hasta niveles por encima de 100 \$/barril en Europa y EE. UU.. La menor capacidad rusa, la caída de las exportaciones desde Rusia y Oriente Medio y los bajos inventarios mantienen la presión sobre los costes energéticos y elevan el riesgo de un nuevo traslado a la inflación si las disrupciones persisten.

Precios del diésel, gasolina y crudo

Fuente: Morgan Stanley



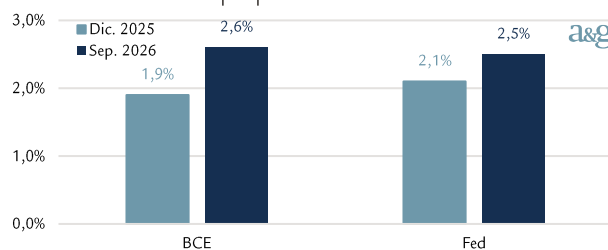
... cuyos elevados precios apuntan a efectos de segunda ronda sobre la inflación

La inflación está demostrando ser más persistente de lo esperado. En lugar de converger hacia el objetivo, **las previsiones de inflación se están revisando alza**, sugiriendo que las presiones subyacentes tardarán más tiempo en desaparecer.

Tanto el BCE como la Fed esperan que la inflación subyacente en 2027 sea sensiblemente mayor de lo que proyectaban a finales de 2025 y ambos por encima del 2%.

Previsiones de IPC Subyacente para 2027

Fuente: Elaboración propia

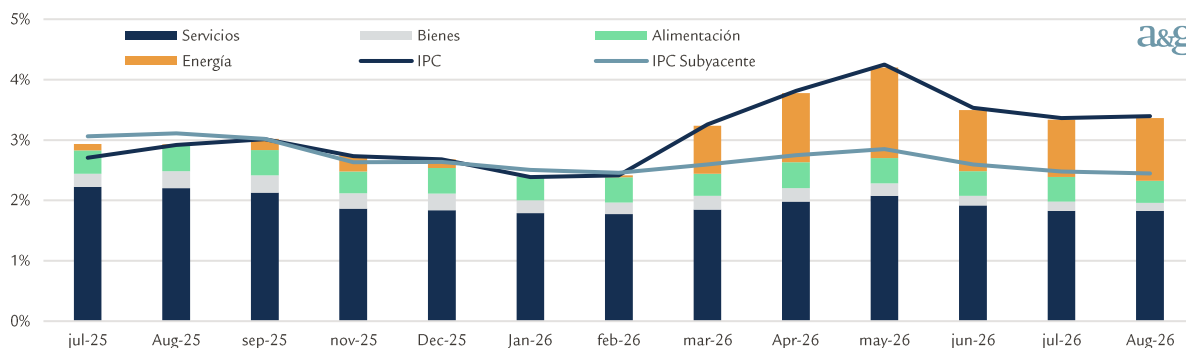


En Estados Unidos la energía gana peso en una inflación todavía persistente...

La inflación se mantiene claramente por encima del 2% en agosto, con el **IPC general en 3,4% interanual**, mientras que la inflación subyacente se situó en 2,4%. Aunque esta última moderó ligeramente su tasa interanual, avanzó un 0,3% mensual, por encima de lo esperado, reforzando las señales de persistencia de las presiones subyacentes. Por componentes destaca **la energía**, que **está ganando rápidamente peso** en la inflación general **y aumenta el riesgo de transmisión hacia la inflación subyacente** a través de mayores costes de transporte y producción.

EE.UU.: IPC detalle por componentes

Fuente: Elaboración propia



...y el incremento de la demanda reaviva las presiones inflacionistas.

La aceleración de la actividad está empezando a tensionar nuevamente la capacidad productiva y las cadenas de suministro. **Los pedidos pendientes aumentan al ritmo más elevado desde mayo de 2022** y los plazos de entrega vuelven a alargarse, reflejando una **demandas que crece más rápido que la capacidad disponible**. Estas tensiones están coincidiendo con una **fuerte aceleración de los precios cobrados por los productores**, señal de un mayor poder de fijación de precios y de una mayor capacidad para trasladar costes al consumidor. A ello se suma el reciente repunte del petróleo y del gas, que incrementa los costes de producción y transporte.

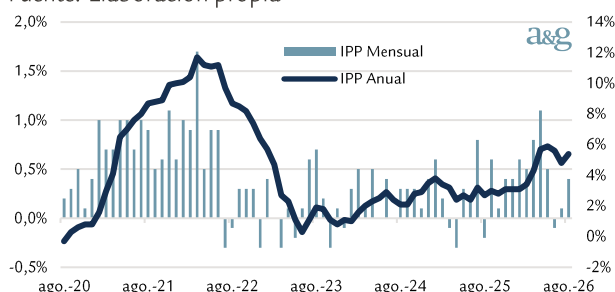
EE.UU.: Indicadores de capacidad del PMI

Fuente: S&P Global



EE.UU.: Precios de producción

Fuente: Elaboración propia

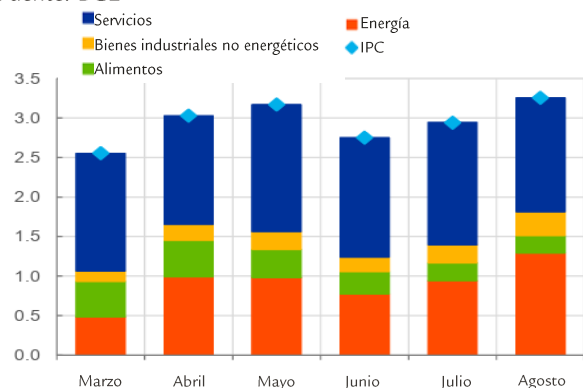


En la zona Euro la inflación se mantiene elevada y los indicadores apuntan a una aceleración

La inflación de la eurozona repuntó hasta el 3,2% en agosto, manteniéndose claramente por encima del objetivo del BCE. La contribución de la energía aumentó con fuerza y ya casi iguala a la de los servicios, explicando buena parte de la aceleración reciente. Al mismo tiempo, los servicios continúan aportando una presión elevada, lo que mantiene la **inflación subyacente relativamente persistente**. El repunte del PMI y la evolución de los precios de los combustibles suponen riesgos al alza sobre los precios en los próximos meses.

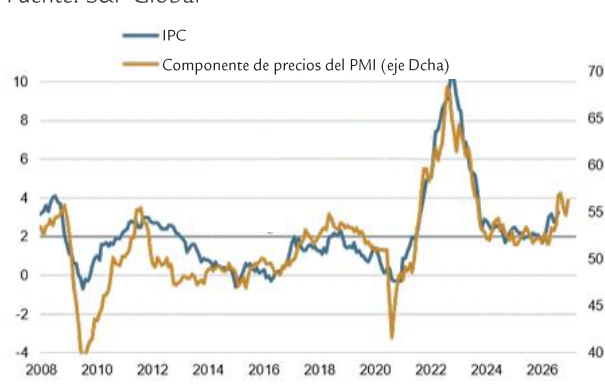
Zona Euro: IPC detalle por componentes

Fuente: BCE



Zona Euro: Componente de precios del PMI vs IPC

Fuente: S&P Global

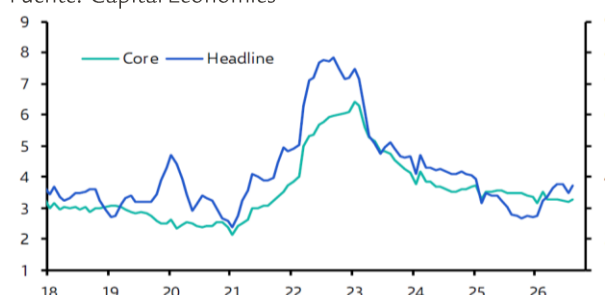


En emergentes la inflación se mantiene contenida, pero aumentan los riesgos por alimentos y energía

La inflación agregada de las economías emergentes se mantiene en **niveles moderados, por debajo de los máximos de 2022-2023**. Sin embargo, además de la energía **empiezan a aparecer riesgos al alza** ligados a factores climáticos. Las olas de calor y el fenómeno de **El Niño** podrían presionar los precios de los alimentos, actualmente todavía cerca de niveles históricamente bajos, mientras que en los países con elevada dependencia de la energía hidroeléctrica una menor pluviometría podría traducirse en mayores costes.

Emergentes: IPC interanual

Fuente: Capital Economics



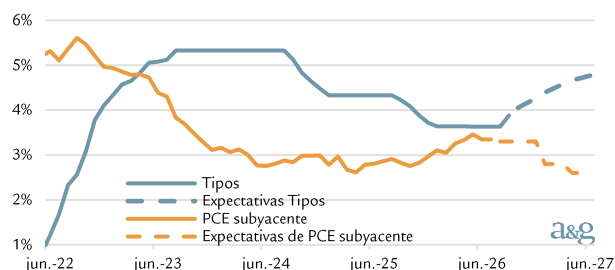
Clave 4: Política monetaria

La Fed endurece su postura ante un mayor crecimiento y una inflación persistente

La Fed elevó los tipos en septiembre, en una decisión unánime, al tiempo que las proyecciones de sus miembros reflejan una postura más restrictiva **ante una inflación todavía elevada y una actividad que mantiene un ritmo sólido**. Este endurecimiento monetario busca principalmente contener las presiones inflacionistas y reforzar la credibilidad de la Fed, ya que una mayor confianza en su compromiso con la inflación podría ayudar a moderar las expectativas y las rentabilidades de la deuda a largo plazo, que se han disparado con fuerza. En este entorno, el principal riesgo parece ser que la fortaleza de la economía mantenga la inflación elevada y obligue a prolongar una política monetaria restrictiva, con nuevas subidas si fueran necesarias.

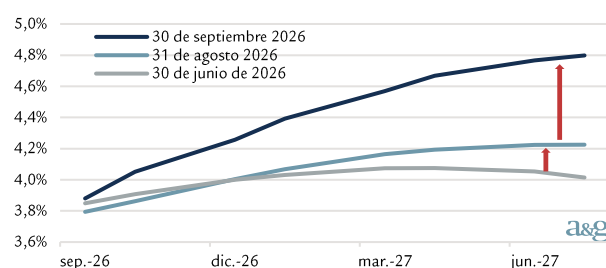
EEUU: Tipos & PCE subyacente con expectativas

Fuente: Elaboración propia



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

Fuente: Elaboración propia

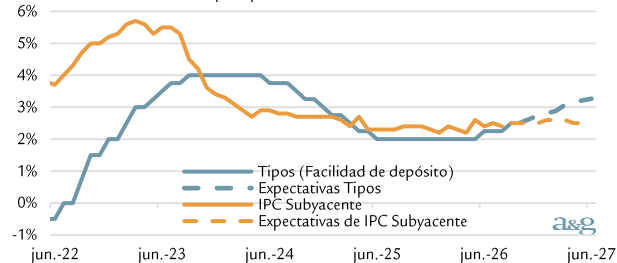


El BCE mantiene un sesgo restrictivo ante la persistencia de la inflación

El BCE elevó los tipos en septiembre, la segunda subida del año tras la de junio. Además, **Lagarde endureció el tono al advertir de que la inflación permanecerá por encima del objetivo durante un periodo prolongado**. Los mercados han ido incrementando las expectativas de subidas de tipos y **descuentan una subida adicional en 2026 y otras dos en la primera mitad de 2027**. Una actividad más resistente, junto con las presiones energéticas y la persistencia de la inflación, podría llevar al BCE a mantener una política restrictiva durante más tiempo.

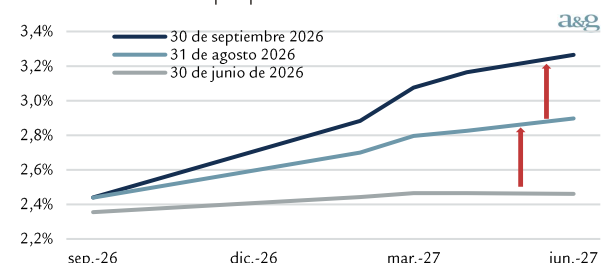
Zona Euro: Tipos & IPC sub. con expectativas

Fuente: Elaboración propia



Zona Euro: Cambio en los futuros de tipos del BCE

Fuente: Elaboración propia

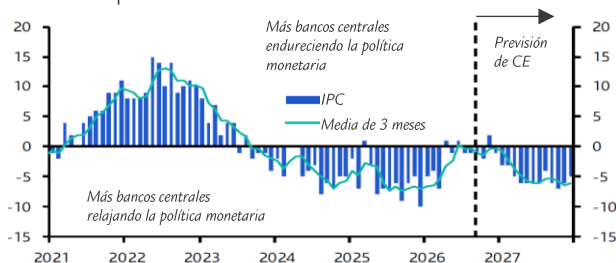


Los bancos centrales emergentes frenan las subidas pese al repunte del petróleo

Muchos bancos centrales de economías emergentes han adoptado una **postura de espera, ante el riesgo que supone el encarecimiento de la energía**. Desde comienzos de agosto, únicamente Corea y Filipinas han elevado los tipos. Aun así, con una inflación que en términos generales continúa contenida, **el escenario central sigue apuntando a que la mayoría de los bancos centrales evitarán un nuevo ciclo generalizado de subidas y si las presiones inflacionistas no se intensifican, el sesgo de la política monetaria podría volver gradualmente hacia la relajación a lo largo de 2027**.

Emergentes: n.º de bancos centrales que suben tipos menos los que bajan

Fuente: Capital Economics





Fuente: OpenAI

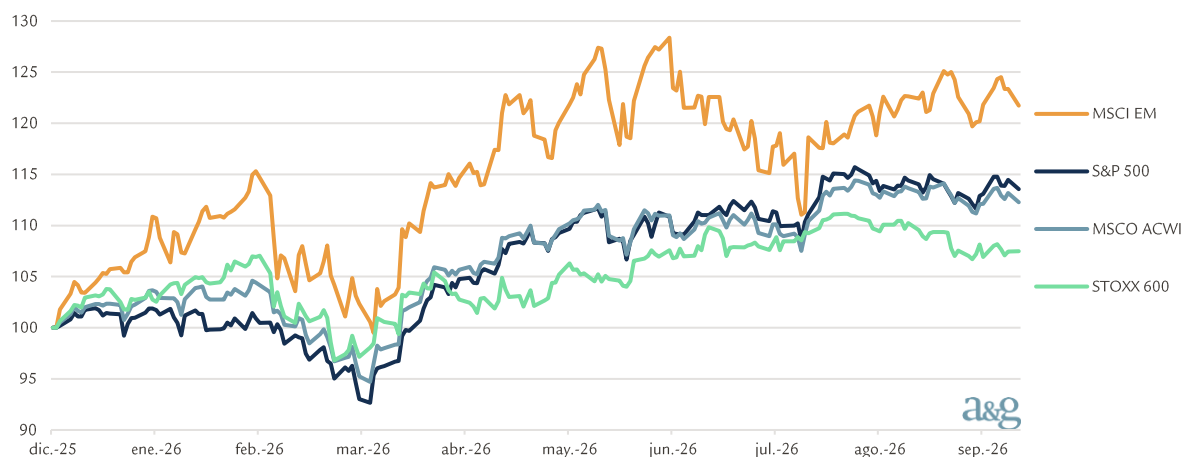
5. Renta Variable

- En Estados Unidos el liderazgo vuelve a concentrarse en los valores ligados a la IA, mientras la fortaleza de los beneficios sigue apoyando al mercado, aunque las pequeñas y medianas empresas podrían verse especialmente penalizadas por un entorno de tipos de interés más elevados.
- En Europa, el avance del mercado sigue descansando en un número reducido de compañías y sectores, lo que limita la amplitud de las subidas.
- Emergentes se beneficia de su elevada exposición a los valores ligados a la IA.

En el último trimestre **la renta variable ha mantenido un tono moderadamente positivo**, aunque con una clara divergencia regional. **Los mercados emergentes han vuelto a tomar el liderazgo** tras la corrección de julio, registrando avances especialmente fuertes durante agosto y septiembre. **El S&P 500 y el MSCI ACWI también han continuado al alza**, pero con un comportamiento más moderado y cierta **consolidación en septiembre**. En contraste, **Europa ha perdido impulso**, con el STOXX 600 retrocediendo desde sus máximos de verano.

Índices de renta variable: comportamiento en el año

Fuente: Elaboración propia

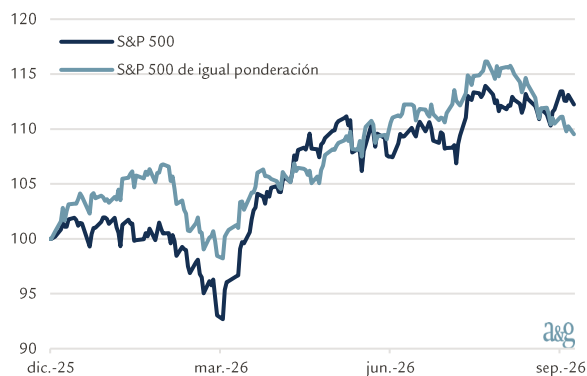


En Estados Unidos la ampliación del mercado pierde fuerza y el liderazgo vuelve a concentrarse...

El S&P 500 se mantiene cerca de máximos, pero con una participación de mercado más débil y concentrada. Tras la mayor amplitud observada durante parte del verano, el índice ha vuelto a apoyarse principalmente en las grandes compañías de tecnología y crecimiento. Esto se refleja tanto en la menor fortaleza relativa del S&P 500 de igual ponderación frente al índice tradicional, como en el reducido **porcentaje de compañías que superan la media de los últimos 200 días**. Este último se ha ido reduciendo coincidiendo con la reciente subida de las rentabilidades de la deuda.

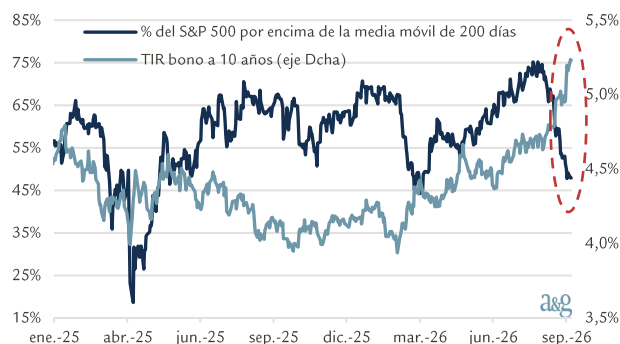
S&P 500 y S&P 500 equiponderado

Fuente: Elaboración propia



S&P 500: % de valores que superan la media de 200 días (%) vs TIR bono americano a 10 años

Fuente: Elaboración propia

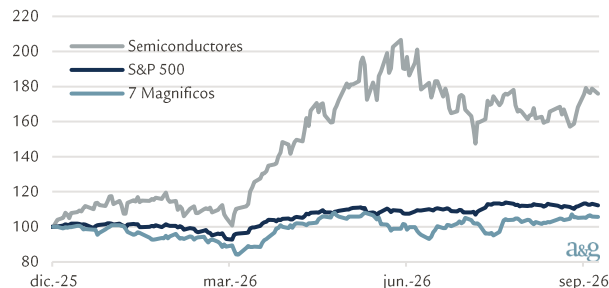


...con los valores ligados a la IA liderando de nuevo las subidas...

Los valores vinculados a la IA han vuelto a liderar las subidas, **aunque con una dispersión creciente entre compañías**. El mercado está siendo cada vez más selectivo: tras una primera fase centrada en el aumento de la inversión, el foco se está desplazando hacia la capacidad de monetizarla y generar retornos. Esto favorece a las compañías que pueden traducir el gasto en IA en crecimiento de ingresos, márgenes y generación de caja, mientras que penaliza a aquellas en las que el aumento del capex todavía no se acompaña de una rentabilidad suficientemente visible.

S&P 500, los 7 Magníficos y semiconductores

Fuente: Elaboración propia

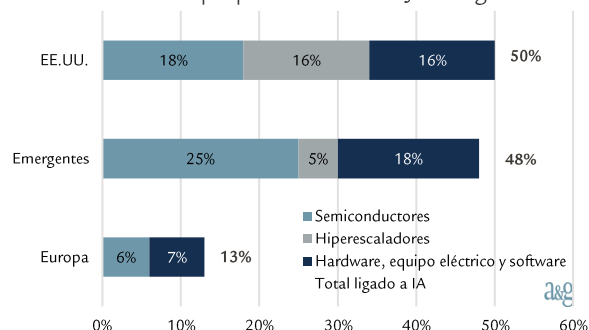


... que ya concentran en torno al 50% del peso en EE.UU. y emergentes.

La tecnología representa cerca de la mitad del peso de los índices de EE. UU. y mercados emergentes, mientras que Europa muestra una exposición de solo el 13%. **Estados Unidos y Asia, especialmente Taiwán, Corea del Sur y China son las regiones dominantes tanto en gasto de capital, como en cuota de mercado en los sectores de semiconductores, hiperescaladores y hardware.** Europa se centra más en los equipos.

Peso de los sectores vinculados a la IA

Fuente: Elaboración propia con datos de JP Morgan



... en una carrera que no se detiene, aunque si cambia de fase

El problema ha cambiado. Hasta ahora, la gran pregunta sobre la IA era si los modelos podían seguir aumentando sus capacidades. **El debate actual se centra** cada vez más en otra cuestión: **cómo mantenerlos bajo control a medida que se vuelven más potentes**. A mediados de septiembre, Dario Amodei, CEO de Anthropic, pidió explícitamente moderar el ritmo de avance de los modelos más avanzados para dar tiempo a que los mecanismos de seguridad se pongan al día. Sam Altman y Elon Musk respaldaron públicamente esa dirección, y Altman apoyó además la idea de dar mayor acceso a evaluadores independientes.

Posibles medidas

Fuente: Elaboración propia con ChatGPT

IA: hacia mayores controles

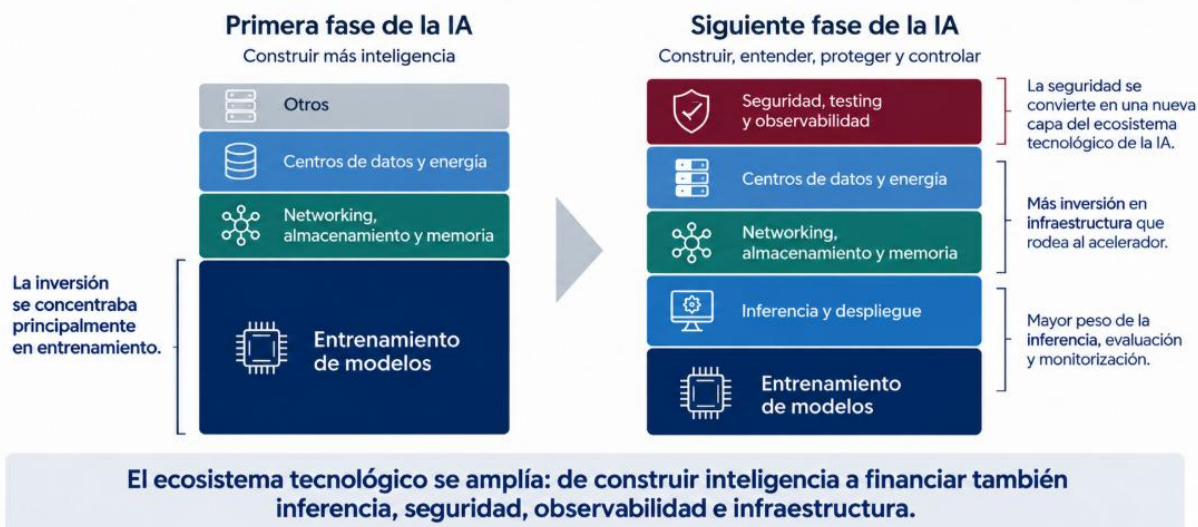


Sin embargo, **este respaldo todavía no se traduce en un acuerdo vinculante a escala global**. Existe una coincidencia creciente sobre la necesidad de reforzar los controles, pero no un consenso sobre hasta dónde limitar el desarrollo, cómo verificar su cumplimiento o cómo coordinar estas medidas. En la cumbre entre Trump y Xi Jinping del 24 de septiembre no se acordaron límites conjuntos al avance de la IA, aunque sí se establecieron un diálogo bilateral sobre sus riesgos y beneficios y un canal de comunicación para gestionar incidentes. **En la zona euro, en cambio, el marco es más exigente**: el AI Act ya está en vigor y sus obligaciones se están desplegando progresivamente. Todo ello apunta a que **la competencia continúa, aunque empieza a desarrollarse una arquitectura de control más amplia, que podría elevar los costes y las necesidades de infraestructura**.

Nueva capa de costes de la IA

Fuente: Elaboración propia con ChatGPT

Cambia la composición del capex, no necesariamente su dirección

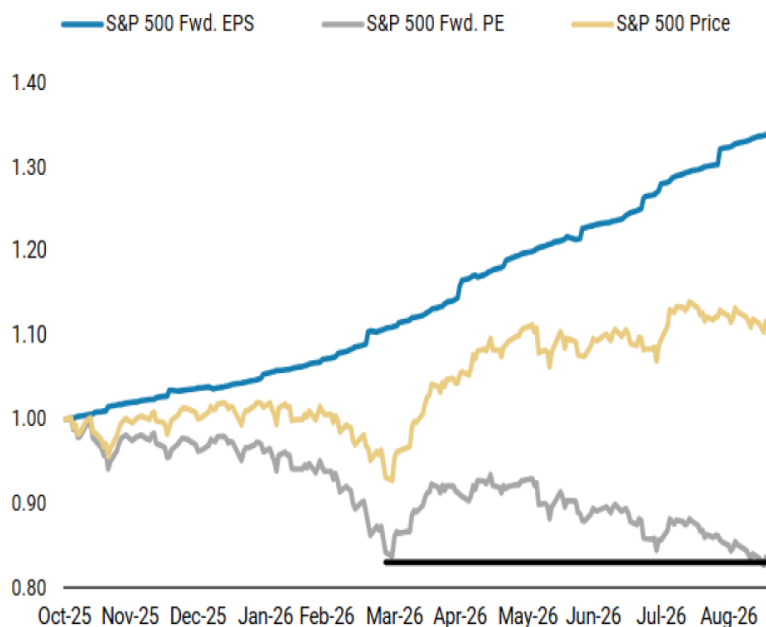


...además la fortaleza de los beneficios sostiene la renta variable estadounidense.

La evolución del S&P 500 muestra que, pese a una fuerte compresión de múltiplos, con las valoraciones cayendo cerca de un 15-20% desde los niveles iniciales, **el índice ha logrado mantenerse en terreno positivo gracias** a la resiliencia de las expectativas de beneficios. **Los beneficios continúan revisándose al alza y acumulan un crecimiento superior al 30%**, compensando ampliamente el ajuste de valoración. Esto refuerza el argumento a favor de la renta variable estadounidense: el soporte del mercado está viniendo cada vez más del crecimiento de beneficios y menos de la expansión de múltiplos, una composición más sólida y que podría ofrecer margen adicional si las estimaciones de resultados siguen cumpliéndose.

S&P 500: Precios vs beneficios y valoración

Fuente: Morgan Stanley Research



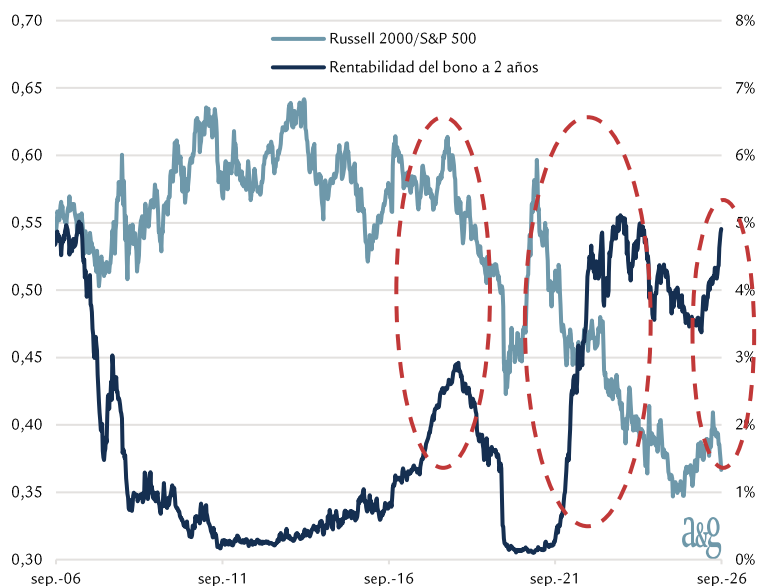
...aunque las pequeñas y medianas empresas podrían verse más afectadas por las subidas de tipos.

Aunque **la dinámica de beneficios sigue siendo favorable**, el balance de riesgos se ha deteriorado. Las compañías de pequeña y mediana capitalización son más sensibles a un entorno de tipos elevados y condiciones financieras restrictivas, debido a su mayor apalancamiento y dependencia de financiación externa.

Esta **vulnerabilidad** se refleja en la ratio Russell 2000 / S&P 500, que mide el comportamiento relativo de las pequeñas compañías frente a las grandes. Cuando la ratio cae, las pequeñas y medianas empresas quedan rezagadas, ya que el mayor coste de financiación se traslada con mayor rapidez a sus márgenes y beneficios. Por ello, **un período prolongado de tipos elevados puede trasladarse más rápidamente a sus costes financieros y presionar sus márgenes y beneficios.**

Relativo Russell 2000/S&P 500 vs rentabilidad bono a 2 años

Fuente: Elaboración propia

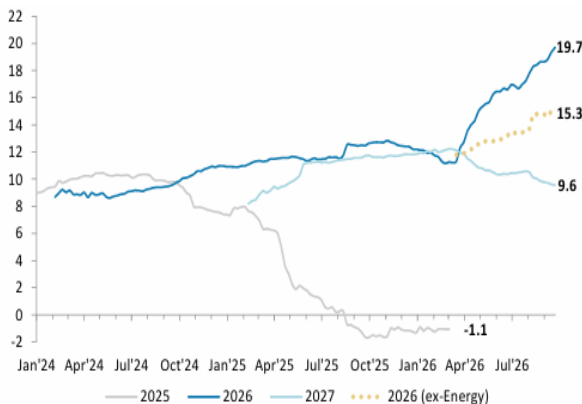


Europa: menor visibilidad y mayor dependencia del ciclo...

Las **expectativas de beneficios** en Europa han mejorado de forma significativa, con el crecimiento del BPA esperado para 2026 revisándose hasta cerca del 20%. Sin embargo, una parte importante de esta mejora **está concentrada en Energía**: pese a representar alrededor del 10% del MSCI Europe, es con diferencia el sector que más ha contribuido a las revisiones al alza. De hecho, excluyendo Energía, el crecimiento esperado de los beneficios se reduce hasta aproximadamente el 15%. Por tanto, **la recuperación de beneficios europeos es clara, pero su fortaleza está siendo amplificadade manera importante por el sector energético.**

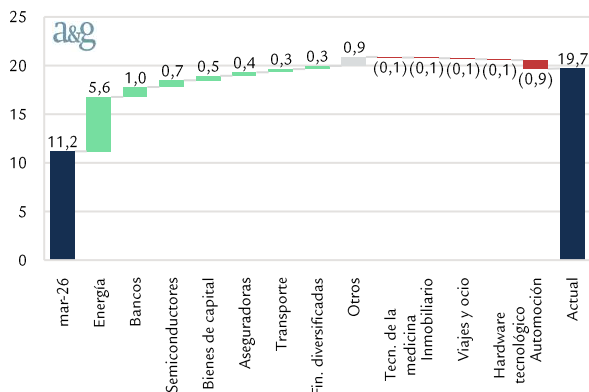
MSCI Europe: Estimación de beneficios

Fuente: Morgan Stanley Research



MSCI Europe: Estimación de beneficios por sector

Fuente: Elaboración propia con datos de Morgan Stanley

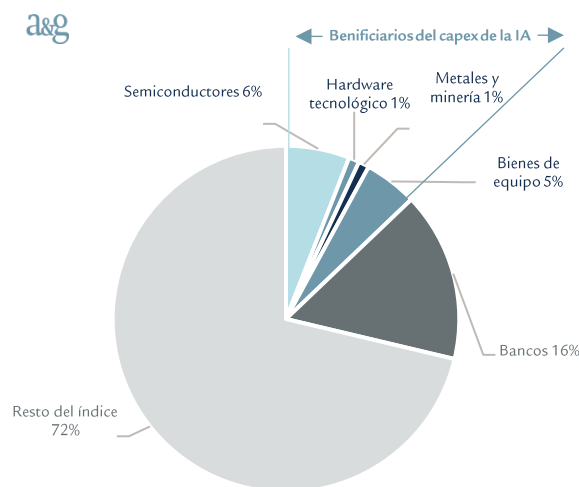


...con una composición sectorial menos sesgada a tecnología...

Europa participa en el ciclo de inversión en IA, pero con una exposición limitada y muy concentrada. Los **beneficiarios directos del capex en IA, representan apenas alrededor del 13% del MSCI Europe**, lo que refleja una menor presencia de grandes plataformas tecnológicas y líderes globales de IA. Aun así, estos sectores **han explicado cerca del 45% de la rentabilidad del índice en lo que va de año**, lo que pone de manifiesto una dependencia elevada de un grupo reducido de compañías.

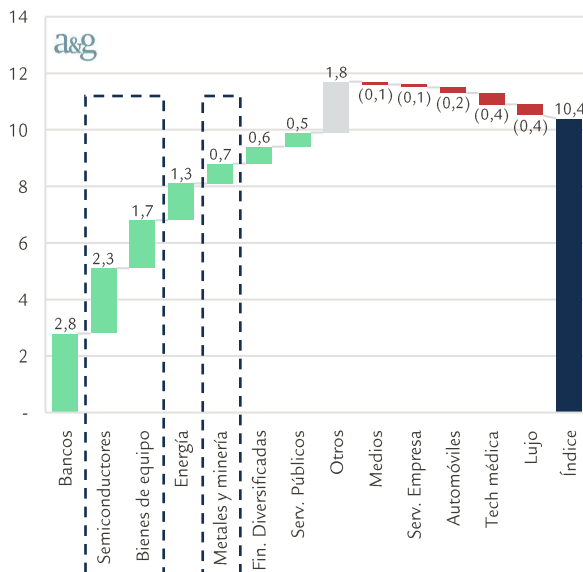
MSCI Europe: Peso por sector

Fuente: Elaboración propia



MSCI Europe: contribución por sector

Fuente: Elaboración propia con datos de Morgan Stanley





Fuente: OpenAI

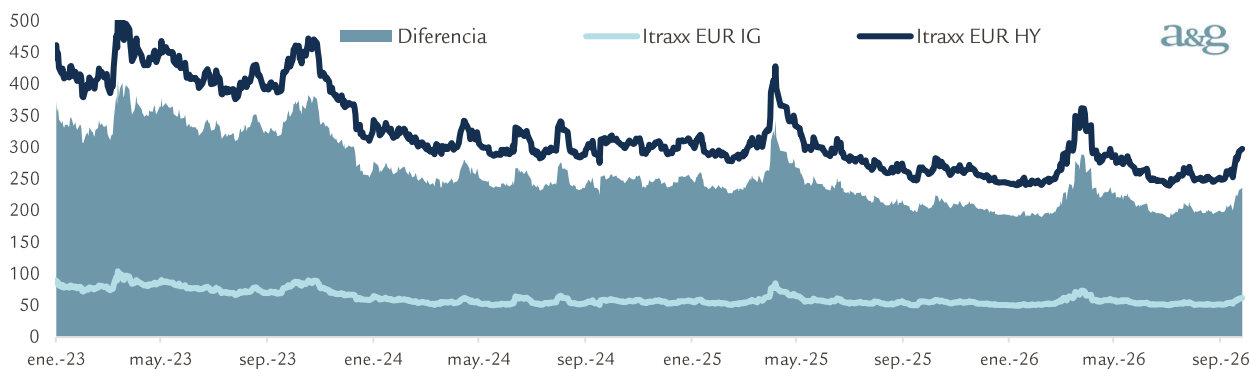
6. Renta Fija

- Escenario de tipos al alza y diferenciales comprimidos.
- Divergencias entre los mercados de renta variable y los de deuda.
- La renta fija mantiene el carácter conservador, a pesar de episodios donde puede aparecer volatilidad.
- Mantenemos una preferencia por los tramos medios de las curvas frente a alternativas como la liquidez.

Si lo comparamos con las previsiones de inicio de año, **el escenario de la renta fija es muy distinto al que se anticipaba**. En Estados Unidos, donde el mercado descontaba bajadas de tipos, la Reserva Federal ya ha aplicado la primera subida y el mercado pone en precio tres más. En Europa, donde no se esperaba ningún movimiento al alza, el BCE ya ha subido tipos en dos ocasiones. Además, en este contexto **los diferenciales de crédito se mantienen en niveles comprimidos**, dentro de un rango históricamente estrecho. Como resultado de ambas dinámicas, las rentabilidades se sitúan en niveles más altos y **muchos inversores se preguntan si es momento de aumentar la exposición a renta fija** o de mantenerse al margen, ante unas **condiciones financieras más restrictivas y unos diferenciales con menos recorrido a la baja**.

Itraxx EUR HY e Itraxx EUR IG: evolución desde 2023

Fuente: Elaboración propia

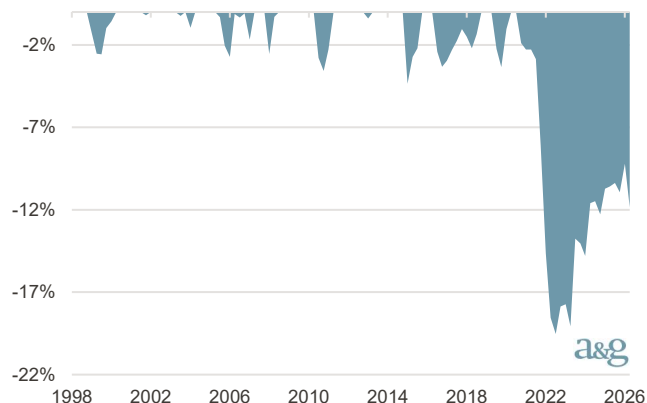


La renta fija no siempre acompaña a la bolsa...

Acostumbrados a unos niveles en renta variable que se mantienen en máximos históricos en la mayoría de los índices, en ocasiones parece que el mercado de renta fija va a reflejar este comportamiento. Sin embargo, merece la pena recordar que **el índice agregado de deuda en euros alcanzó su máximo en 2020** y no es hasta 2022, donde llegó a experimentar una caída interanual del 17,2%, que el índice comenzó a recuperar unas caídas que lo mantienen **aún por debajo de los niveles previos**. Mientras tanto, en la renta variable americana el S&P 500 continuó subiendo hasta alcanzar niveles máximos a finales de 2021, que tras las caídas posteriores consiguió recuperar en tan sólo 2 años.

Drawdown mercado europeo

Fuente: Elaboración propia

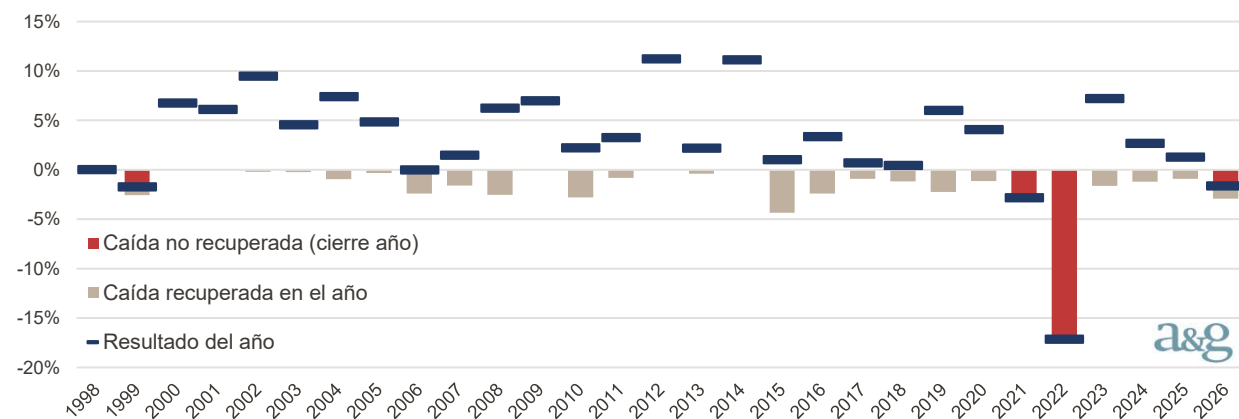


...pero sólo en 4 años desde 1998 la deuda ha cerrado en negativo...

Además, si repasamos en detalle el comportamiento histórico del mercado con los datos disponibles desde 1998, **lo llamativo es cuántas veces el índice ha conseguido recuperarse de las caídas y terminar el año en positivo**. Si bien se aprecian 4 años, como el actual, en los que el mercado europeo agregado no ha conseguido cerrar en positivo, **lo habitual es que, a pesar de malos momentos puntuales, termine recuperando y mostrando un comportamiento positivo**. De hecho, **los años negativos no suelen encadenarse durante mucho tiempo**: tras la fuerte caída de 2022, el índice volvió a cerrar 2023 en positivo. Por ello, más que reaccionar a las caídas puntuales, la historia invita a mantener la exposición a la renta fija con un horizonte de medio plazo.

Índice Bloomberg EUR agregado: caídas y resultados anuales

Fuente: Elaboración propia

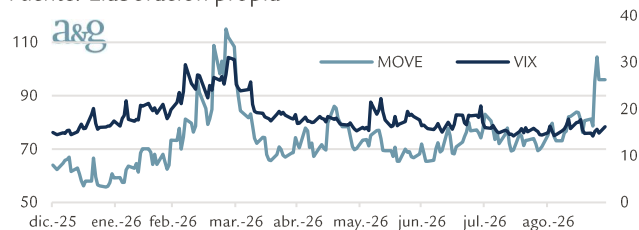


...y se mantiene la salud de los balances de las compañías.

Cabe recordar que **los resultados empresariales han sido favorables** en la mayoría de los sectores y que **las compañías siguen sin mostrar problemas en su deuda**, a pesar de un entorno más complejo, con tipos de referencia más elevados que dificultan la refinanciación. No obstante, **aparecen ciertas discrepancias entre la volatilidad de los bonos y de las acciones**, reflejando una **mayor preocupación en los mercados de deuda**.

Evolución YTD: MOVE vs VIX

Fuente: Elaboración propia

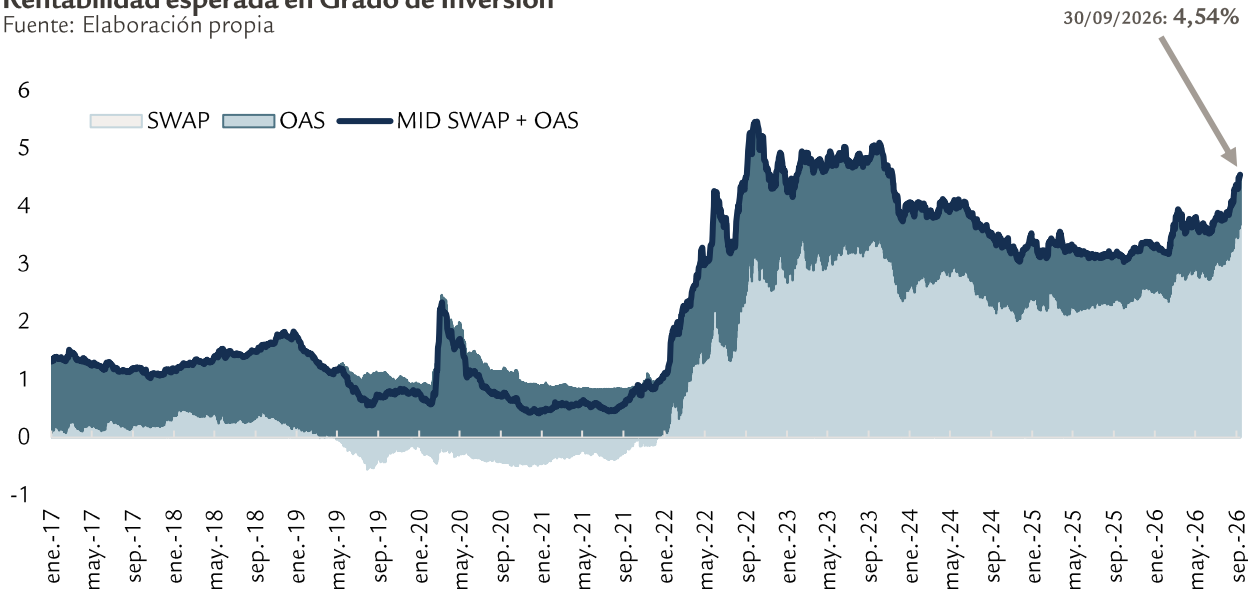


Seguimos encontrando oportunidades

Ante el repunte de los tipos de interés a corto plazo, un **inversor conservador** estaría tentado en mantenerse o traspasar parte de su inversión al **mercado monetario**. Sin embargo, no hay que pasar por alto **el peso de la inflación sobre el ahorro**, para obtener **rentabilidades reales positivas** sobre el capital. Es por esto que, la alternativa de una **cartera situada en el tramo de 3 a 5 años** presenta valor para este tipo de inversores, aprovechando unas rentabilidades superiores en 100 puntos básicos al trimestre anterior, por encima de la inflación esperada y con un riesgo contenido.

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 aumentan, al igual que los riesgos inflacionistas, provocando aún más subidas de tipos que las descontadas actualmente, incluso una subida de 50 pb adicionales mantendría la cartera en positivo (**escenarios marcados en rojo**), con **rentabilidades de entre el 2,7% y el 3,6%**. De igual forma, ante una inflación que no presente efectos de segunda ronda, que implique menores subidas de tipos, o si los diferenciales recortan en el escenario actual (**escenarios marcados en azul**), la cartera se vería beneficiada aumentando su rentabilidad, obteniendo **rentabilidades en torno al 4-6%**, con una calificación crediticia de emisión A y emisor A+.

Análisis de sensibilidad cartera crédito y gobiernos

Fuente: Elaboración propia a 30/09/2026

TIR Esperada 4,47% Duración 3,56 Rating Emisión A- Rating Emisor A		Tipos de interés							Bajada en tipos de interés Subida en tipos de interés	
		Tipos de interés								
		-75	-50	-25	0	25	50	75		
Diferenciales de crédito	-75	9,7%	8,8%	8,0%	7,1%	6,2%	5,3%	4,4%	Reducción del diferencial	
	-50	8,9%	8,0%	7,1%	6,2%	5,3%	4,4%	3,5%		
	-25	8,0%	7,1%	6,2%	5,3%	4,4%	3,6%	2,7%		
	0	7,1%	6,2%	5,4%	4,47%	3,6%	2,7%	1,8%		
	25	6,3%	5,4%	4,5%	3,6%	2,7%	1,8%	0,9%		
	50	5,4%	4,5%	3,6%	2,7%	1,8%	1,0%	0,1%		
	75	4,5%	3,6%	2,8%	1,9%	1,0%	0,1%	-0,8%		
									Aumento del diferencial	



Fuente: OpenAI

7.1 Divisas

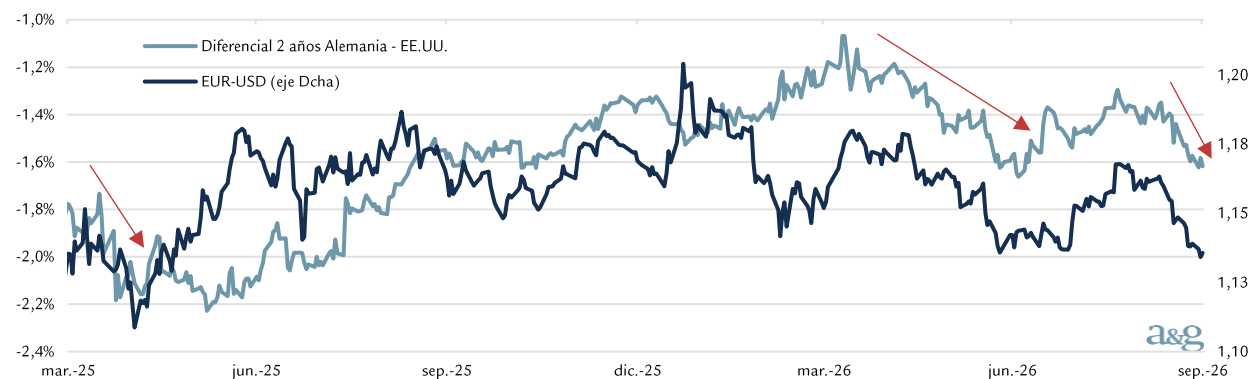
El dólar tiene soporte a corto plazo, pero también límites a su apreciación

En este trimestre, el dólar ha mostrado un comportamiento volátil frente al euro, condicionado principalmente por los cambios en las expectativas sobre la Fed y el BCE y por la evolución de los diferenciales de tipos. Tras debilitarse durante buena parte del verano, **la divisa estadounidense recuperó terreno en septiembre, en línea con un movimiento más favorable de las rentabilidades relativas en EE. UU.** A corto plazo, la fortaleza de la economía estadounidense, unos tipos todavía elevados, una mayor productividad y la capacidad del país para seguir atrayendo flujos de capital continúan dando soporte al dólar. En sentido contrario, **el elevado déficit fiscal, el aumento del endeudamiento y las dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas** representan una vulnerabilidad estructural que **podría limitar su potencial de apreciación a medio plazo.**

Mantenemos una posición neutral, con un EUR/USD que podría seguir moviéndose durante los próximos meses dentro de un rango aproximado de 1,10-1,20, a medida que el mercado alterna entre una Fed potencialmente más restrictiva y un BCE que también mantiene un tono duro. Más allá de la evolución a corto plazo del cruce, seguimos considerando que el dólar desempeña un papel relevante en la construcción de carteras: su liquidez, y comportamiento históricamente defensivo en episodios de mayor aversión al riesgo justifican mantener una exposición estructural como elemento de diversificación.

Cotización YTD: euro/dólar vs diferencial de rentabilidad del bono a 2 años Alemania – EE.UU.

Fuente: Elaboración propia





Fuente: OpenAI

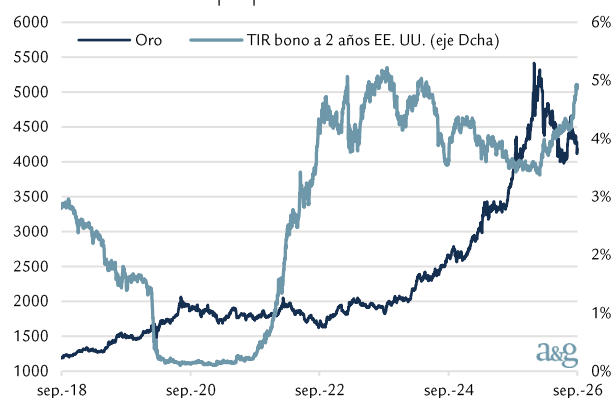
7.2 Materias Primas

El oro, apoyo estructural pese a la volatilidad a corto plazo

En los últimos meses, el oro ha atravesado una fase de elevada volatilidad. Tras corregir con fuerza desde los máximos alcanzados a comienzos de año, el precio encontró apoyo en torno a los 4.000\$ durante junio y julio, nivel que actuó como soporte en varias ocasiones. Esta corrección estuvo explicada en gran parte, por la reducción de la demanda especulativa y una menor acumulación de oro por parte de algunos bancos centrales. Posteriormente, el metal repuntó con fuerza a finales de agosto, aunque volvió a ceder parte de esas ganancias ante el repunte de las rentabilidades de la deuda estadounidense. Pero más allá de los factores tácticos, **mantenemos una visión constructiva a medio plazo. El deterioro estructural de las cuentas públicas estadounidenses, con déficits persistentemente elevados pese al crecimiento económico, refuerza el papel del oro como activo de reserva y cobertura.** A ello se suma el potencial retorno de las compras de bancos centrales, especialmente en Asia y mercados emergentes, y su capacidad para aportar diversificación en episodios de mayor aversión al riesgo. El principal freno a corto plazo seguiría siendo un repunte adicional de las rentabilidades estadounidenses, pero mientras persistan las dudas sobre la sostenibilidad fiscal y la demanda institucional se mantenga elevada, consideramos que el balance de riesgos continúa siendo favorable para el oro en un horizonte de medio plazo.

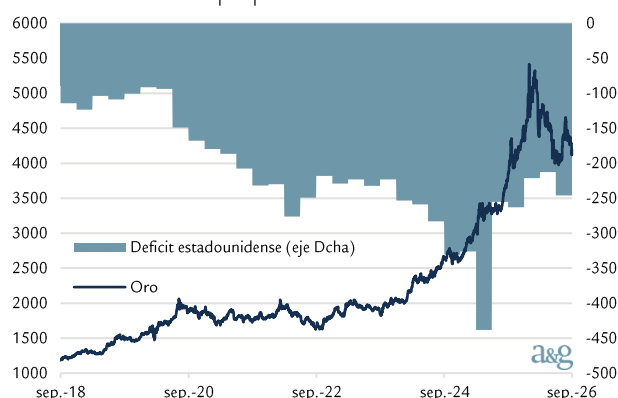
Oro vs TIR bono estadounidense a 2 años

Fuente: Elaboración propia



Oro vs Déficit estadounidense

Fuente: Elaboración propia



8. Posicionamiento

La construcción de nuestras carteras continúa apoyándose en un análisis del entorno económico y de los mercados, la gestión activa del riesgo, la diversificación y la calidad de los activos seleccionados. Nuestro objetivo sigue siendo identificar oportunidades que combinen crecimiento sostenible de los beneficios, valoraciones razonables y generación de rentas. **El repunte de las rentabilidades de los bonos y la perspectiva de unos tipos de interés elevados durante más tiempo** refuerzan la necesidad de mantener un enfoque disciplinado, que preste atención a la preservación del patrimonio sin renunciar al potencial de revalorización a largo plazo.

La renta variable continúa siendo la principal fuente de crecimiento potencial de nuestras carteras. **Mantenemos nuestra preferencia por Estados Unidos**, donde la inversión, la productividad y la capacidad de innovación siguen ofreciendo un entorno favorable para los beneficios empresariales. La inteligencia artificial puede impulsar mejoras de eficiencia en un número creciente de compañías y sectores. No obstante, el aumento de las rentabilidades de la deuda exige ser más selectivos con las valoraciones de las compañías que componen los principales índices. En Europa mantenemos una posición más prudente, principalmente debido a la mayor dependencia energética y unas perspectivas de crecimiento y beneficios positivas, pero menos favorables.

En renta fija, **la subida reciente de las rentabilidades ha mejorado los niveles de entrada y la capacidad de generar ingresos**, aunque también ha puesto de manifiesto el riesgo de asumir una duración excesiva. Seguimos favoreciendo los tramos cortos e intermedios de la curva, donde consideramos que la rentabilidad ofrecida compensa adecuadamente el riesgo asumido y permite conservar flexibilidad ante nuevos movimientos de los tipos de interés.

Dentro del crédito, mantenemos nuestra preferencia por **emisores con calificación de grado de inversión**. La selección sigue siendo esencial: priorizamos compañías con balances sólidos y capacidad de atender sus compromisos financieros, prestando atención a que la rentabilidad adicional ofrecida compense el riesgo de cada emisión.

El oro y el dólar mantienen su papel como elementos de diversificación dentro de las carteras. Su comportamiento puede variar a corto plazo, especialmente ante movimientos bruscos de los tipos de interés, pero consideramos que conservan utilidad para equilibrar los riesgos de la cartera en escenarios de mayor incertidumbre económica, financiera o geopolítica.

En conjunto, **mantenemos una estrategia orientada a construir carteras resilientes**, capaces de adaptarse a distintos escenarios de mercado, con un equilibrio adecuado entre rentabilidad y riesgo y especial atención a la preservación del capital. La visión de largo plazo, la disciplina y la calidad de los activos continúan siendo los pilares de nuestras decisiones de inversión.



Asset Allocation

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



Posicionamiento Geográfico

- Sobreponderamos Estados Unidos
- Infraponderamos Europa
- Neutrales en mercados emergentes



Estilos de Inversión

- Neutrales 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

Sobreponderamos Estados Unidos

- **Mantenemos una sobreponderación en renta variable estadounidense**, al considerar que sigue ofreciendo una combinación atractiva de inversión, crecimiento de beneficios, innovación, productividad y calidad empresarial frente a otros mercados desarrollados.
- **Los beneficios empresariales continúan mostrando una evolución favorable**, apoyados por una economía dinámica, una elevada capacidad de inversión y mejoras de productividad que favorecen los márgenes y amplían las oportunidades de creación de valor a un mayor número de compañías y sectores.
- **Aunque las valoraciones permanecen por encima de su media histórica y de otros mercados desarrollados**, no se encuentran en máximos. Consideramos que siguen siendo coherentes con unas perspectivas superiores de crecimiento de beneficios y rentabilidad sobre el capital. Además, esperamos que la **mayor amplitud del mercado** haya venido para quedarse, con una contribución creciente de compañías de mediana y pequeña capitalización.
- **Seguimos vigilando riesgos** como una inflación más persistente, un repunte adicional de las rentabilidades de la deuda o el deterioro de las cuentas fiscales, aunque consideramos que, por el momento, **no alteran nuestra preferencia por la renta variable estadounidense**.

Infraponderamos Europa

- **Mantenemos una infraponderación en renta variable europea**, al considerar que sus perspectivas de crecimiento de beneficios y de rentabilidad sobre el capital continúan siendo inferiores a las de otros mercados desarrollados, especialmente Estados Unidos.
- **Las revisiones de beneficios siguen mostrando un comportamiento menos favorable**, en un entorno condicionado por su dependencia energética, un crecimiento económico moderado, menor productividad y determinados desafíos estructurales que continúan limitando la competitividad de la región.
- **Aunque las valoraciones resultan más atractivas en términos relativos**, consideramos que este descuento refleja, en buena medida, unas perspectivas de crecimiento más moderadas. Además, **la composición sectorial del mercado europeo** limita su exposición a algunas de las tendencias estructurales con mayor potencial de crecimiento, como la digitalización y la inteligencia artificial.
- **Seguimos identificando oportunidades selectivas en compañías de elevada calidad**, pero consideramos que, en conjunto, **el balance entre rentabilidad esperada y riesgo continúa siendo menos atractivo que en otras regiones**, justificando nuestra infraponderación.

Mantenemos una posición neutral en mercados emergentes

- **Mantenemos una posición neutral en renta variable emergente**, al considerar que ofrece un potencial de crecimiento estructural atractivo, aunque acompañado de una elevada dispersión entre países y sectores, que aconseja mantener un enfoque selectivo.
- **Las economías emergentes continúan beneficiándose de un crecimiento superior al de los mercados desarrollados**, impulsado por tendencias como la expansión de la clase media, la digitalización y el aumento del consumo interno. **Asia sigue siendo el principal motor**, apoyada además en su liderazgo en tecnología, semiconductores e inteligencia artificial.
- **Las valoraciones resultan, en términos generales, atractivas**, aunque la heterogeneidad entre mercados refuerza nuestra preferencia por compañías con modelos de negocio sólidos, ventajas competitivas y capacidad de crecimiento sostenible.
- **La concentración de los índices, la política comercial, la evolución del dólar y el contexto geopolítico continúan siendo importantes fuentes de incertidumbre y volatilidad**. En este entorno, mantenemos una posición neutral, aunque consideramos que los mercados emergentes **siguen ofreciendo oportunidades de diversificación y crecimiento a largo plazo**.

Mantenemos una posición neutral entre crecimiento y valor

- **Mantenemos una posición equilibrada entre compañías de crecimiento y valor**, al considerar que ambos estilos ofrecen oportunidades complementarias y que el entorno actual no justifica una preferencia clara por ninguno de ellos.
- **Las compañías de crecimiento continúan beneficiándose de tendencias estructurales**, como la inteligencia artificial, la digitalización y la innovación tecnológica, que favorecen el crecimiento de los beneficios y ofrecen oportunidades de creación de valor a largo plazo.
- **Las compañías de valor mantienen su atractivo**, apoyadas en valoraciones más moderadas, una sólida generación de caja y una menor sensibilidad a unos tipos de interés que previsiblemente permanecerán en niveles elevados durante más tiempo.
- **La combinación de ambos estilos contribuye a construir carteras más equilibradas y diversificadas**, reduciendo la dependencia de un único motor de rentabilidad y permitiendo participar en distintos escenarios de mercado.

Reducimos hasta neutral entre pequeñas y grandes compañías ▼

- **Adoptamos una posición neutral en compañías de pequeña y mediana capitalización frente a las grandes compañías**, al considerar que se han debilitado los catalizadores que sustentaban nuestra preferencia, especialmente la expectativa de una financiación más favorable y de una aceleración de los beneficios.
- **Las valoraciones relativas continúan siendo atractivas, pero no justifican por sí solas una sobreponderación**. Parte de este atractivo depende de unas estimaciones de beneficios cuya materialización resulta más incierta ante la presión de los costes.
- **La resistencia de la actividad económica sigue ofreciendo apoyo a este segmento**, aunque los tipos de interés elevados y la menor fortaleza de la demanda interna limitan el potencial de mejora de sus márgenes y reducen la visibilidad de un comportamiento superior al de las grandes compañías.
- **Su mayor sensibilidad al ciclo económico y el deterioro de las condiciones de financiación aconseja mantener un enfoque selectivo**, priorizando compañías de calidad, con balances sólidos y generación de caja sostenible. Una mejora del consumo, de las condiciones financieras y de las revisiones de beneficios permitiría reconsiderar nuestra sobreponderación anterior.

Mantenemos una posición neutral entre sectores defensivos y cíclicos

- **Mantenemos una posición equilibrada entre sectores cíclicos y defensivos**, al considerar que ambos ofrecen oportunidades complementarias y que el entorno actual no justifica una preferencia clara por ninguno de ellos.
- **Los sectores defensivos continúan aportando estabilidad y resiliencia**, apoyados en una mayor visibilidad de sus beneficios y flujos de caja y en su menor sensibilidad a una eventual desaceleración económica.
- **Los sectores cíclicos mantienen un atractivo potencial de revalorización**, especialmente si el crecimiento económico continúa mostrando un comportamiento favorable y la inversión empresarial sigue apoyando la evolución de los beneficios.
- **La combinación de ambos perfiles contribuye a construir carteras más equilibradas y diversificadas**, reduciendo la dependencia de una única fase del ciclo y permitiendo afrontar con mayor solidez distintos escenarios de mercado.

Renta Fija

Mantenemos una posición neutral en duración

- **Mantenemos una posición neutral en duración, en torno a 3 años**, al considerar que el actual entorno de tipos permite obtener rentabilidades atractivas sin asumir una sensibilidad excesiva a los movimientos de las curvas.
- **Seguimos favoreciendo los tramos cortos e intermedios**, donde consideramos que la relación entre rentabilidad y riesgo continúa siendo especialmente atractiva, al capturar buena parte de la rentabilidad disponible con una menor exposición a variaciones de los tipos de interés.
- **La incertidumbre sobre la evolución de la inflación y la política monetaria aconseja mantener flexibilidad.**
- **La renta fija continúa desempeñando un papel relevante en la construcción de las carteras**, tanto por su capacidad de **generar rentas como por su aportación a la diversificación y al control de la volatilidad.**

Preferimos crédito con grado de inversión

- **Mantenemos una preferencia por el crédito con grado de inversión frente a la alta rentabilidad**, al considerar que ofrece un equilibrio más atractivo entre rentabilidad esperada y riesgo, respaldado por la solidez de los fundamentales empresariales.
- **Los diferenciales de crédito continúan situándose en niveles ajustados**, lo que limita su potencial de compresión adicional y refuerza la importancia de mantener una adecuada selección de emisores.
- **Seguimos priorizando compañías con elevada calidad crediticia, generación recurrente de caja y balances sólidos**, con capacidad para afrontar un entorno económico más exigente.
- **Mantenemos una mayor cautela en los segmentos de menor calidad crediticia**, donde consideramos que los niveles actuales de los diferenciales **no compensan suficientemente el mayor riesgo de crédito y la mayor sensibilidad al ciclo económico.**

Preferimos deuda subordinada frente a alto rendimiento (High Yield)

- **Mantenemos una preferencia por la deuda subordinada frente a los bonos de alta rentabilidad (High Yield)**, al considerar que ofrece una relación más atractiva entre rentabilidad potencial y riesgo de crédito.
- **Seguimos identificando oportunidades en emisiones subordinadas de entidades financieras y compañías con fundamentales sólidos**, donde es posible acceder a rentabilidades superiores manteniendo exposición a emisores de elevada calidad crediticia.
- **Mantenemos una mayor cautela en los bonos de alta rentabilidad**, por su mayor sensibilidad al ciclo y al deterioro de las condiciones financieras, especialmente en los emisores con balances más débiles.
- **La selección de emisores y emisiones continúa siendo un elemento fundamental**, priorizando aquellos instrumentos en los que **la rentabilidad ofrecida compense adecuadamente el mayor riesgo, la subordinación y la complejidad de su estructura.**

Divisas

Mantenemos una posición neutral en el dólar estadounidense

- **Mantenemos una posición neutral en el dólar**, al considerar que existen factores que continúan respaldando a la divisa estadounidense, aunque su potencial de apreciación frente al euro nos parece limitado a estos niveles.
- **La fortaleza relativa de la economía estadounidense, las mejoras de productividad y unos tipos de interés más elevados** continúan proporcionando soporte al dólar frente a otras divisas de economías desarrolladas.
- **En sentido contrario, el deterioro de las cuentas fiscales y el elevado nivel de endeudamiento público** constituyen factores de vulnerabilidad a medio plazo y limitan nuestra convicción sobre una apreciación sostenida de la divisa.
- **Más allá de su evolución frente al euro, el dólar continúa desempeñando un papel relevante como elemento de diversificación**, especialmente por su comportamiento defensivo en episodios de mayor incertidumbre.



Renta Variable



Renta Fija



Liquidez

Infraponderar **Neutral** **Sobreponderar**



Clase de Activos

Renta Variable			
Renta Fija			
Liquidez			

Renta Variable

Europa			
USA			
Emergentes			

Relativos

Europa / USA			
Desarrollados / Emergentes			
Growth / Value			
Large / Small and Mid Caps			
Cíclicos / Defensivos			

Renta Fija

Duración			
----------	--	--	--

Relativos

Gobiernos / Crédito			
Grado de Inversión / Alta rentabilidad			

Divisas

USD			
-----	--	--	--



www.ayg.es

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