

## Los fundamentales resisten ante un entorno más exigente

Presentamos el informe de Asset Allocation para el tercer trimestre de 2026, en el que actualizamos el posicionamiento recomendado para las distintas clases de activos a 12 meses.

Siguiendo la tónica dominante desde principios de año, los mercados continúan ofreciendo señales mixtas, configurando un entorno cada vez más complejo de navegar. La política y los conflictos geopolíticos siguen redefiniendo las cadenas de suministro y condicionando las decisiones estratégicas de las principales potencias mundiales. Este escenario refuerza la importancia de incorporar el análisis macroeconómico y de la política monetaria en las decisiones de inversión, pese a que los fundamentales empresariales continúan siendo sólidos y mantienen una evolución favorable. Recientemente, el avance de la inversión y las expectativas vinculadas a la inteligencia artificial ha convivido con una subida generalizada de la curva de rentabilidades de la deuda, acentuando las señales contrapuestas que ofrece el entorno de mercado.

Estados Unidos continúa mostrando una mayor fortaleza relativa, apoyado en la resiliencia de su economía y en un ciclo de inversión que sigue teniendo a la inteligencia artificial como uno de sus principales motores. Este entorno favorece especialmente a las compañías orientadas al crecimiento y a los sectores más sensibles al ciclo económico. En cambio, en Europa y Asia, una mayor dependencia energética y una mayor sensibilidad al comercio internacional justifican una postura más prudente. Más allá de las diferencias regionales, la evolución del crecimiento y de los tipos reales será determinante para comprobar si el liderazgo de los activos de crecimiento puede mantenerse.

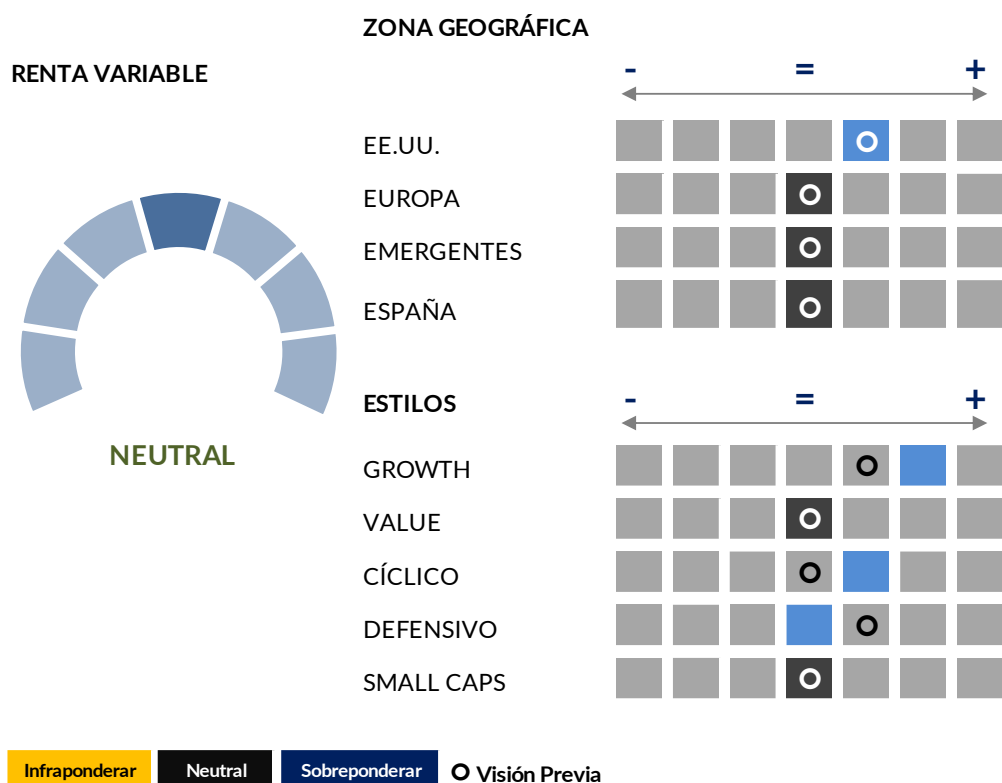
El cambio en el entorno de tipos también ha ampliado las oportunidades de inversión en renta fija. El repunte de las curvas permite acceder a niveles de rentabilidad atractivos en los vencimientos cortos, mientras que la subida del tramo largo ha mejorado el punto de entrada tanto en Europa como en Estados Unidos. Los niveles actuales ofrecen un mayor colchón frente a movimientos adversos de tipos y, al mismo tiempo, permiten conservar potencial de revalorización ante una eventual relajación de las curvas. En crédito, los sólidos balances empresariales y las reducidas tasas de impago siguen ofreciendo soporte, aunque unos diferenciales ajustados hacen cada vez más importante ser selectivos.

Este aumento de las rentabilidades libres de riesgo también modifica el atractivo relativo de otros activos. Los fondos monetarios vuelven a ofrecer una remuneración razonable con un riesgo reducido, elevando el coste de oportunidad de estrategias que requieren asumir una mayor complejidad o riesgo para alcanzar retornos similares. Esta misma dinámica afecta al oro, donde el repunte de los tipos reales aconseja una mayor cautela a corto plazo. No obstante, la incertidumbre geopolítica, las compras estructurales de los bancos centrales y las crecientes presiones fiscales continúan respaldando su papel a medio y largo plazo.

En conjunto, entramos en el cuarto trimestre con unos fundamentales todavía favorables, pero en un entorno en el que la macroeconomía y política monetaria vuelve a tener un peso creciente en la evolución de los mercados. La combinación de tipos reales más elevados, incertidumbre política y geopolítica y diferencias cada vez mayores entre regiones y activos refuerza la necesidad de mantener una asignación flexible y selectiva, capaz de aprovechar las oportunidades que ofrece el nuevo entorno sin perder de vista los riesgos que pueden alterar rápidamente el escenario central.

### Equipo Área de Mercado de Capitales

*En este Asset Allocation reflejamos nuestra actualización trimestral de nuestro posicionamiento para los próximos 12 meses en las distintas tipologías de activos financieros*



## Comentarios

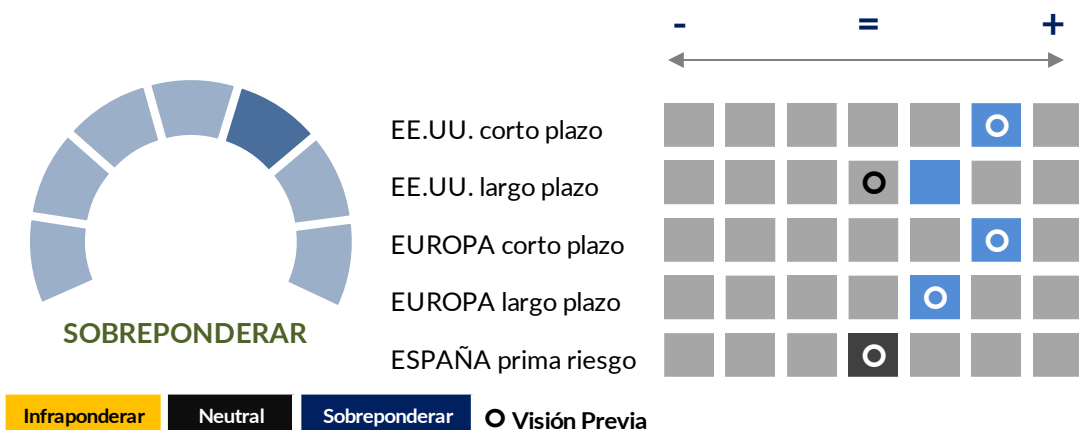
En renta variable, seguimos favoreciendo el mercado estadounidense frente a Europa y Asia. Reforzamos la sobreponderación de Growth frente a Value tras el repunte de las rentabilidades de la deuda y mantenemos la preferencia por sectores cíclicos frente a defensivos, respaldada por la fortaleza de los indicadores adelantados de actividad.

Mantenemos una visión positiva sobre la renta variable estadounidense, respaldada por la resiliencia de la economía, una posición favorable frente a potenciales tensiones en los mercados de deuda y la fortaleza del ciclo de inversión en IA. En Europa, adoptamos una neutral por su mayor dependencia energética, menor exposición a la IA y sensibilidad al comercio global, mientras que en Asia mantenemos una visión prudente ante su vulnerabilidad energética y unas perspectivas de crecimiento más sensibles al entorno macroeconómico.

Reforzamos la sobreponderación de Growth frente a Value. Si bien no descartamos episodios de volatilidad, los activos de riesgo han mostrado una notable resiliencia ante el reciente repunte de los tipos de interés, que refleja, en parte, un crecimiento del PIB nominal superior al anticipado por el mercado a comienzos de año. Más relevante aún, el crecimiento nominal se mantiene por encima del coste de financiación de la deuda. En este contexto, y tras el ajuste al alza de las rentabilidades de los bonos, consideramos que se amplía el potencial de mejor comportamiento relativo del estilo Growth.

En el relativo entre sectores defensivos y cíclicos, mantenemos la sobreponderación en estos últimos, mientras reducimos los defensivos a una posición neutral. Los principales indicadores adelantados de actividad continúan apuntando a un crecimiento resiliente tanto en Estados Unidos como en Europa, un entorno favorable para los activos con mayor sensibilidad al ciclo económico. Esta visión respalda tanto nuestra preferencia por los sectores cíclicos, cuya generación de beneficios está más ligada a la evolución de la actividad, como el atractivo de las small caps. En estas últimas, una eventual relajación de las condiciones financieras, junto con la continuidad del crecimiento, podría justificar un aumento de su ponderación.

## DEUDA PÚBLICA

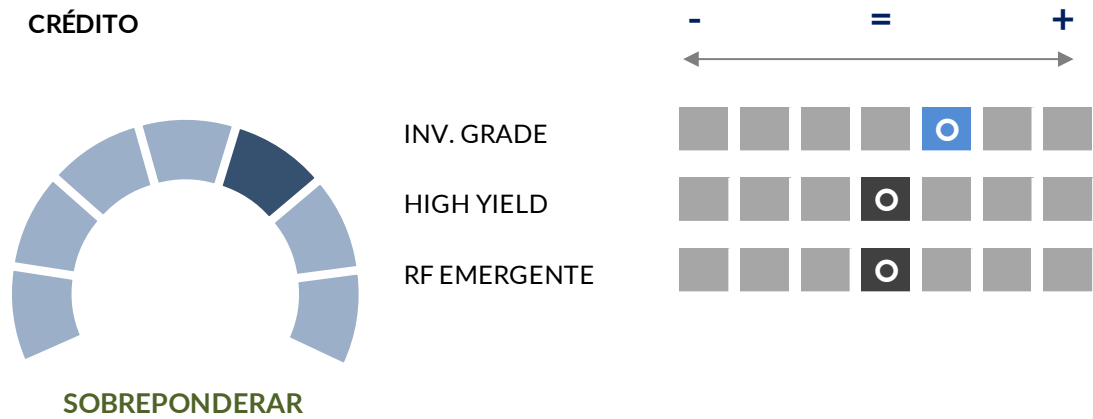


### Comentarios

Mantenemos una visión positiva sobre el tramo corto de las curvas de tipos, tanto en EE. UU. como en Europa. El mercado ha revisado al alza sus expectativas de tipos ante una mayor persistencia de las presiones inflacionistas, elevando las rentabilidades ofrecidas por los vencimientos cortos. En la eurozona, aunque la inflación se mantiene por encima del objetivo del BCE, especialmente por el componente energético, las expectativas a medio plazo continúan apuntando hacia una progresiva normalización. En EE. UU., la persistencia de la inflación mantiene los tipos en niveles elevados, permitiendo al inversor obtener una remuneración atractiva sin necesidad de asumir una elevada duración.

En el tramo largo, continuamos viendo valor tanto en Europa como, tras el reciente repunte de las rentabilidades, también en EE. UU. Los actuales niveles de TIR ofrecen un colchón atractivo frente a posibles subidas adicionales de tipos, al tiempo que mantienen el potencial de capturar rentabilidades adicionales ante un escenario de relajación de la curva. Esta combinación permite limitar el impacto de escenarios adversos y mantener un elevado potencial de revalorización si los tipos retroceden.

Mantenemos una posición neutral en la prima de riesgo de la deuda española, respaldada por unos fundamentales sólidos y una política fiscal contenida. No obstante, las valoraciones actuales ya incorporan buena parte de estos factores positivos, mientras que los recientes acontecimientos políticos han elevado la incertidumbre y podrían traducirse en episodios de volatilidad y ampliación de diferenciales. En este contexto, mantenemos una postura neutral, siguiendo de cerca la evolución del entorno político ante posibles cambios que puedan justificar una revisión de nuestra visión.



Infraponderar
Neutral
Sobreponderar
○ Visión Previa

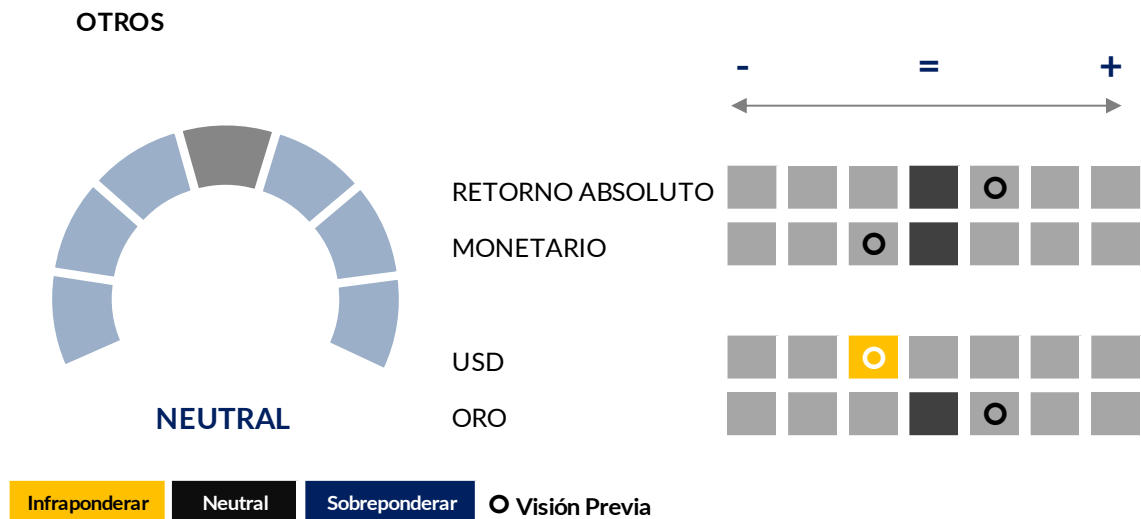
## Comentarios

Mantenemos sin cambios nuestra visión sobre crédito respecto a principios de año. Los diferenciales siguen a niveles estrechos respecto la media histórica. No obstante, los fundamentales corporativos continúan siendo sólidos, respaldados por balances saneados y tasas de impago contenidas, especialmente en los segmentos de mayor calidad crediticia.

En este contexto, seguimos recomendando priorizar emisiones con Investment Grade respaldadas por fundamentales robustos y unas condiciones técnicas favorables. No obstante, el estrechamiento de los diferenciales limita parcialmente el potencial de compresión adicional.

Por su parte, mantenemos una posición neutral en High Yield. Aunque los fundamentales siguen mostrando resiliencia, el avanzado punto del ciclo económico, las valoraciones ajustadas y la persistencia de la incertidumbre geopolítica aconsejan mantener un enfoque selectivo.

Respecto a la renta fija emergente, mantenemos una posición neutral, aunque identificamos factores que podrían incrementar su atractivo. Los mercados emergentes vienen registrando una tendencia sostenida de mejoras en sus calificaciones crediticias, especialmente en el segmento Investment Grade, que actualmente presenta una calidad crediticia media superior a la de su equivalente estadounidense. A ello se suman unos niveles de apalancamiento inferiores a los de economías como Estados Unidos. Una mejora adicional de las condiciones financieras globales, acompañada de un dólar más débil, podría reforzar el atractivo del activo y llevarnos a adoptar una visión más positiva.



## Comentarios

La reciente subida generalizada de las curvas de tipos, especialmente en los tramos cortos, ha incrementado el atractivo de los fondos monetarios, ofreciendo a los inversores la oportunidad de acceder a TIRes históricamente razonables. En este contexto, los fondos de retorno absoluto pierden atractivo relativo, al depender de un mayor número de factores de riesgo frente a la posibilidad de obtener rentabilidades elevadas a través de activos libres de riesgo.

En el mercado de divisas, mantenemos nuestra visión de medio y largo plazo favorable a una depreciación gradual de la divisa estadounidense. La mayor liquidez global, el crecimiento relativo de las economías emergentes, La progresiva diversificación de los flujos comerciales y financieros en un contexto de creciente fragmentación económica, y la creciente preocupación por los niveles de deuda pública, apuntan hacia una menor dependencia estructural del dólar a nivel global.

Respecto al oro, hemos decidido adoptar una posición neutral. El reciente repunte de la rentabilidad de la deuda estadounidense a dos años, en comparativa con el aumento de las expectativas del IPC, han situado los tipos reales a dos años en máximos de los últimos dos años. Este entorno incrementa el coste de oportunidad del oro, que no genera intereses, frente a unos activos libres de riesgo que ofrecen rentabilidades reales atractivas. No obstante, a medio y largo plazo, la incertidumbre geopolítica, las compras estructurales de los bancos centrales y las presiones fiscales continúan respaldando la tesis de inversión.

## INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, en cuyo Registro Oficial de Bancos se encuentra inscrita con el número 3025, y se encuentra habilitada para la prestación de servicios de inversión a clientes en España, bajo la supervisión a estos efectos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los informes que se elaboran por parte del departamento de Research de CAJA INGENIEROS se realizan con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa, y están sujetos a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada. Los destinatarios de la misma son invitados a solicitar dicha información adicional que pueda ser facilitada por CAJA INGENIEROS, en el curso de la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, los destinatarios del presente informe son invitados a tener en consideración dicha información adicional de forma coherente con su contenido.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

### Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo del/los analista/s que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo CAJA INGENIEROS, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS podrán disponer a título personal de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden en cada momento mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o warrants de alguna/s de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesado en mantener en el futuro, relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a que se hace referencia en los informes, o alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés del socio/a y de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique a los socios/as ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operatoria personal de los miembros del departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS así como todos los y las profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de Valores de CAJA INGENIEROS.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop de crédito. All rights reserved.