



Humanizamos tus finanzas

Outlook 2026

Perspectivas económicas y financieras

Diciembre de 2025

Outlook 2026

| | |
|---|----|
| ■ Introducción..... | 3 |
| ■ Catalizadores y condicionantes de los escenarios..... | 4 |
| ■ Escenarios 2026..... | 5 |
| ■ Otros factores de riesgo..... | 8 |
| ■ <i>Asset allocation</i> | 10 |
| ■ Resumen de estimaciones 2026..... | 11 |
| ■ Temas de inversión..... | 14 |
| ■ Análisis económico..... | 25 |
| ■ Análisis financiero..... | 34 |

2026: un año **bajo la sombra de Trump**, la inversión en IA y los déficits públicos



El año 2025 ha estado marcado por la incertidumbre derivada de las políticas de Trump. El Liberation Day llevó los aranceles en Estados Unidos a máximos de un siglo. No obstante, posteriores ajustes y acuerdos con varios países han permitido su reducción. China, a pesar de ser el foco de la retórica de Trump, ha logrado un acuerdo comercial relativamente favorable gracias a su dominio en la producción y refinado de las conocidas tierras raras y a la amenaza de restringir su exportación. En todo caso, las amenazas arancelarias de Trump han perdido efectividad e impacto en los mercados financieros a lo largo del año.

En Estados Unidos, la economía ha resistido el impacto de los aranceles, aunque la interpretación de la situación económica se complica por las distorsiones derivadas de los anuncios arancelarios y por la falta de datos provocada por el cierre del gobierno federal entre octubre y noviembre. La economía ha encontrado apoyo en la aprobación de medidas de expansión fiscal (*One Big Beautiful Bill*) en un mercado laboral todavía robusto y en la inversión en inteligencia artificial. En Europa, los anuncios de expansión fiscal han mejorado las perspectivas a lo largo del año, a pesar del ruido político en Alemania y, sobre todo, en Francia. La moderación de la inflación ha permitido a los bancos centrales reducir sus tipos: el BCE en el primer semestre y la Fed en el segundo.

Los mercados financieros han puesto un creciente foco en la sostenibilidad fiscal, y la rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo se ha desplazado al alza. En renta variable, las expectativas asociadas a la carrera de la IA han impulsado las valoraciones de las grandes empresas tecnológicas, especialmente en Estados Unidos. En Europa, la buena evolución ha estado vinculada a las perspectivas de expansión fiscal en defensa e infraestructuras. En este contexto, el dólar ha sufrido presiones bajistas a lo largo del año.

2026: un año **bajo la sombra de Trump**, la inversión en IA y los déficits públicos



De cara a 2026, la política estadounidense centrará la atención en las elecciones de medio mandato (noviembre) y en los intentos de Trump por expandir los poderes presidenciales. La renovación del presidente de la Fed (mayo) será un evento clave para evaluar el respeto por las instituciones independientes en el país. Por su parte, la administración Trump deberá gestionar los aranceles sectoriales, que ganarán centralidad debido a su mayor factibilidad legal, mientras que su retórica aumentará en un contexto de decreciente credibilidad de sus anuncios.

La rentabilidad de la deuda soberana continuará bajo presiones alcistas en un contexto de aumento de la oferta por crecientes déficits y de una base compradora más sensible al precio. En cuanto a los bancos centrales, la Fed buscará seguir recortando el tipo rector a pesar de una inflación persistentemente por encima de su objetivo, mientras que el BCE buscará calibrar su próximo movimiento en función del balance de riesgos. En los mercados de renta variable, la evidencia sobre la capacidad de las empresas de rentabilizar sus inversiones en IA puede marcar el rumbo del mercado.

En España, el crecimiento económico se moderará debido a un menor impulso demográfico, aunque contará con el apoyo de la mejora del dinamismo económico en el entorno europeo. Por otro lado, la debilidad del ejecutivo puede generar mayor incertidumbre política a corto plazo y actuar como un lastre. Socialmente, la evolución del precio de la vivienda y del alquiler se mantendrá como una de las principales preocupaciones de los ciudadanos.

Este informe analiza el entorno económico, financiero y geopolítico, así como sus consecuencias para los distintos activos financieros.

Catalizadores y condicionantes de los escenarios

| | |
|--|---|
| Estados Unidos: deterioro institucional | La administración Trump promueve la concentración del poder en el brazo ejecutivo frente al legislativo mediante crecientes presiones e interferencias en organismos independientes (p. ej., la Reserva Federal), la invocación de poderes de emergencia (p. ej., los aranceles) o desobedeciendo la legislación sobre uso de fondos públicos (p. ej., durante el cierre temporal del gobierno federal). Con ello, la administración erosiona las bases del estado de derecho e introduce arbitrariedad en la gestión y aplicación de las políticas públicas, no solo a escala nacional, sino también respecto al derecho internacional, como demuestra la acción militar y captura de Maduro en Venezuela a inicio de 2026. |
| Estados Unidos: impulsando el ciclo económico | La economía muestra señales crecientes de vulnerabilidad , como, por ejemplo, una tasa de ahorro reducida , una inflación relativamente elevada que limita el poder adquisitivo de los hogares y una inversión empresarial débil fuera del sector de la IA. La política fiscal es claramente expansiva, mientras que la monetaria está próxima a la neutralidad, aunque con presiones crecientes hacia una posición más acomodaticia. En busca del impulso económico, el gobierno puede promover un reapalancamiento del sector privado mediante hipotecas, incentivos, etc. |
| Zona euro: retos estructurales, pero soluciones coyunturales | Los informes Draghi y Letta constituyen un diagnóstico acertado y preocupante de los retos estructurales a los que se enfrenta la UE. Las acciones requeridas son sustanciales y necesitan un notable grado de coordinación entre los Estados y entre estos y la propia UE, un aspecto que, en ocasiones anteriores, ha dado lugar a retos de implementación . La relajación de las normas fiscales en la UE, la reforma del freno fiscal en Alemania y los compromisos de mayor gasto en defensa e infraestructuras suponen un impulso a corto plazo que debe aprovecharse en todos los niveles para promover las necesarias reformas estructurales . |
| Inteligencia artificial: carrera inversora | La IA está impulsando la actividad económica en Estados Unidos a través de la inversión CapEx y con la promesa de mejoras de productividad. No obstante, la capacidad de rentabilizar los elevados volúmenes de inversión –financiados de forma incipiente con deuda– en una industria caracterizada por una rápida depreciación y una competencia creciente puede resultar compleja, especialmente para aquellas empresas que no emerjan con un producto diferenciado que permita ampliar su base de clientes o incrementar los precios finales. |
| Desigualdad: la economía en forma de K | Las dinámicas empresariales y sociales dan lugar a crecientes desigualdades . En Estados Unidos, la parte alta de la distribución de la renta asume una proporción cada vez mayor de la riqueza y del consumo, impulsada por la buena evolución de la bolsa y de otros activos financieros. En China, el tejido empresarial se tensiona entre la favorable evolución de los sectores de nuevas tecnologías (vehículo eléctrico, IA, etc.) y el pobre desempeño de sectores de baja tecnología y del inmobiliario. Socialmente, la desigualdad genera tensiones políticas; en el ámbito empresarial, dificulta la lectura e interpretación de los agregados económicos. |

Escenarios 2026

| | Base | Pesimista | Optimista |
|-------------------------|---|---|---|
| | Desaceleración económica controlada (Probabilidad: 75 %) | Decepción IA (Probabilidad: 15 %) | Aceleración IA (Probabilidad: 10 %) |
| Situación económica | Desaceleración progresiva en EE. UU. y China. Reactivación económica en la zona euro. | Decepciones en el crecimiento económico en Estados Unidos, la zona euro y China. | Aceleración del crecimiento económico ante el impulso de la IA y la expansión fiscal. |
| Inflación | Moderada en la zona euro y persistentemente superior al 2 % en EE. UU. | Desinflación en las principales economías. | Moderación de la inflación gracias a la mejora de la productividad. |
| Fiscalidad | Expansión fiscal en EE. UU. y creciente foco en la fiscalidad en los países con mayores déficits. | Fuerte expansión fiscal para compensar la desaceleración económica. Algunos países pierden acceso a los mercados de deuda. | El mayor dinamismo económico permite una consolidación fiscal sin ajustes. |
| Bancos centrales | Recortes de tipos por parte de la Fed. El BCE, a la expectativa de su próximo movimiento. | Recorte sincronizado de los tipos oficiales de los principales bancos centrales y reactivación de los programas de compra de deuda pública. | El entorno económico más favorable lleva a mayores tipos de neutralidad monetaria, que no suponen un freno para el crecimiento. |
| Condiciones financieras | Episodios de volatilidad provocados por el ajuste de las perspectivas económicas y financieras y por la (geo)política. | Muy adversas. Mal comportamiento de los activos de riesgo. | Favorables. Moderación de las primas de riesgo. |
| Geopolítica | Incertidumbre elevada, aunque menor que en abril de 2025. Reducción progresiva de los aranceles (nuevos acuerdos comerciales, rebajas unilaterales). Implementación de la Estrategia de Seguridad Nacional de EE. UU. | Conflictos intensos más allá del ámbito comercial (tecnología, materiales...). Aceleración de la fragmentación y desglobalización. | Fin del conflicto en Ucrania. Acuerdos comerciales entre Estados Unidos y China. Avances en la construcción europea con la implementación del informe Draghi. |

Escenarios 2026

| | Base | Pesimista | Optimista |
|------------------------|---|---|---|
| | Desaceleración económica controlada (Probabilidad: 75 %) | Decepción IA (Probabilidad: 15 %) | Aceleración IA (Probabilidad: 10 %) |
| Sentimiento inversor | Razonable, dada la incertidumbre, que provocará oscilaciones. | Muy negativo. Elevada aversión al riesgo y aumento de las primas a plazo y de riesgo. | Positivo. Entorno de <i>risk-on</i> . |
| Renta fija soberana | Rentabilidades presionadas al alza por políticas fiscales expansivas. Aumento de la pendiente de las curvas. | Diferenciación en función de los fundamentos fiscales y el buen comportamiento de los activos refugio. | Rentabilidades estables o a la baja en un contexto de favorable crecimiento económico. |
| Renta fija corporativa | Apoyo a los diferenciales de crédito gracias a la solvencia financiera empresarial. | Ampliación de los diferenciales de crédito y deterioro de la calidad crediticia. | Compresión de los diferenciales de crédito. |
| Renta variable | Evolución razonable apoyada en la continuidad del crecimiento de los BPA, la expansión fiscal y la persistencia de la temática inversora en IA. | Fuertes correcciones, especialmente en los sectores más expuestos a la tecnología y la energía. | Evolución positiva de la renta variable, en especial de los sectores procíclicos y de mayor riesgo. Aceleración de los BPA. |
| Divisas | Depreciación del dólar estadounidense por el diferencial de tipos y el deterioro macroeconómico, fiscal e institucional. | Depreciación del dólar estadounidense. A pesar de las intervenciones, apreciaciones del yen japonés y de otras divisas seguras. | Estabilidad en los principales cruces. Buen comportamiento del euro y de las divisas emergentes. |
| Materias primas | Presión a la baja sobre el petróleo por una mayor estabilidad geopolítica y al alza sobre el oro por una menor confianza en el dólar. | Caída del crudo y de otras materias primas cíclicas. Aumento del precio del oro. | Desplazamiento al alza del precio del petróleo y de otras materias primas. Relajación del dinamismo del precio del oro. |

El entorno actual obliga a pensar en distintos escenarios

Pesimista

15 %

Decepción IA

- ▶ Caída del crecimiento
- ▶ Impulso monetario
- ▶ Fiscalidad expansiva y dudas sobre la fiscalidad
- ▶ Tensionamiento de las condiciones financieras

Correcció i *risk-off*

Base

75 %

Desaceleración controlada

- ▶ Moderación en EE. UU. y reactivación en la zona euro
- ▶ Recortes de la Fed
- ▶ Menor volatilidad e incertidumbre

Constructivo

Optimista

10 %

Aceleración IA

- ▶ Crecimiento impulsado por productividad
- ▶ Moderación de la inflación
- ▶ Aumentos de tipos oficiales sin tensiones

Risk-on en activos de riesgo



Otros escenarios de riesgo (I) – Riesgos macroeconómicos y geopolíticos

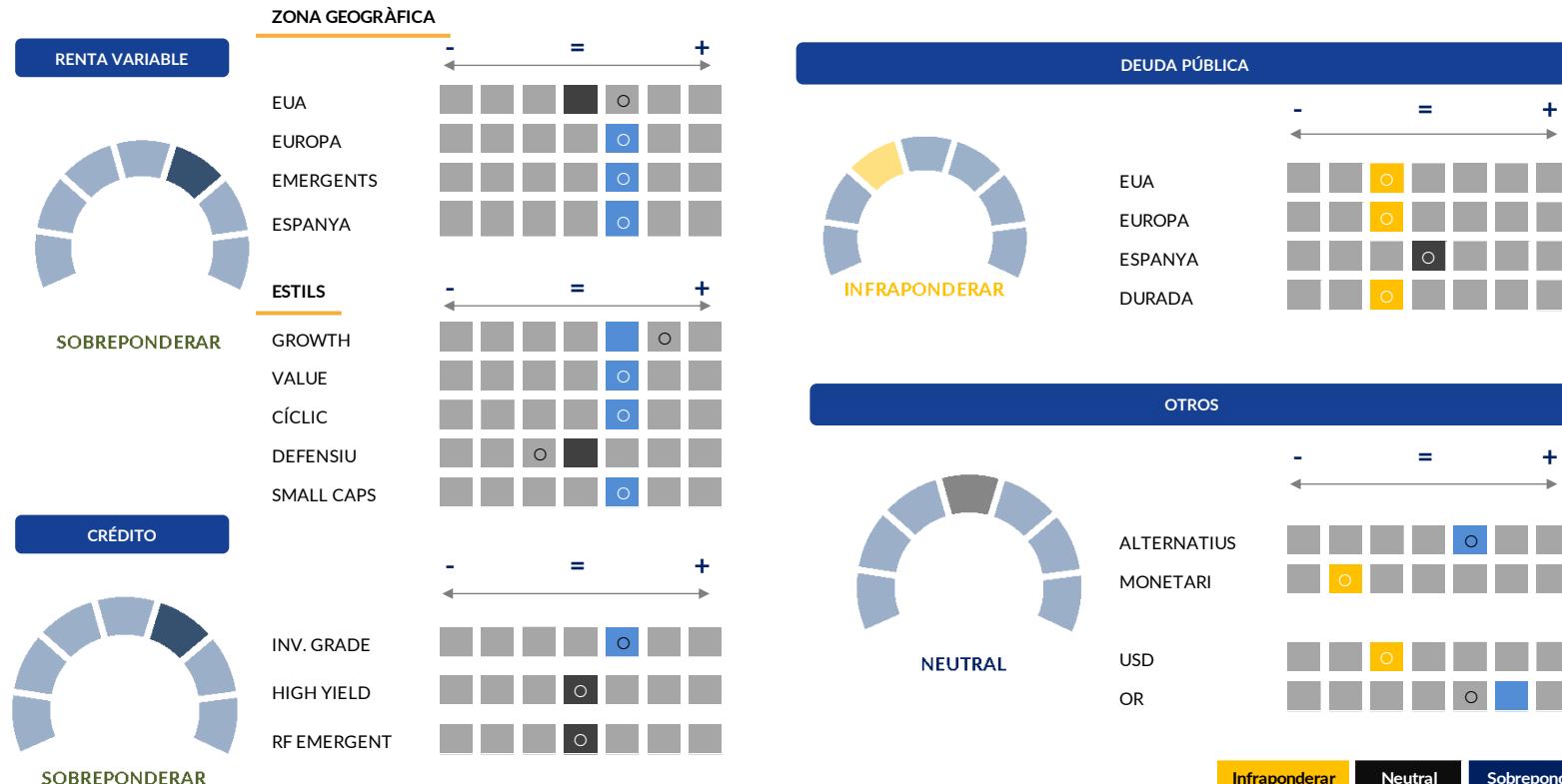
| | |
|---------------------------------|---|
| Presión sobre la deuda soberana | Las curvas de deuda soberana se desplazan fuertemente al alza, especialmente en sus tramos más largos, en un contexto de creciente oferta de deuda pública y de mayores primas ante una base compradora más sensible al precio. Los Estados reaccionan desplazando sus emisiones hacia los tramos más cortos para reducir el coste financiero de la deuda, aunque a costa de aumentar los riesgos de refinanciación. Ante episodios de volatilidad, los tipos de interés repuntan de forma acusada y los soberanos encuentran dificultades para colocar deuda, tanto nueva como correspondiente a vencimientos. La respuesta pasa por un ajuste fiscal abrupto , con consecuencias económicas adversas, o por una intervención en los mercados financieros , posiblemente a través de los bancos centrales, allí donde sea posible. |
| Crisis en China | La caída de los precios inmobiliarios, un entorno desinflacionario y una deuda elevada generan una demandas interna anémica , que el país trata de compensar mediante el dinamismo industrial y del sector exterior. Una crisis doméstica asociada a la gestión de activos inmobiliarios deteriorados o un <i>shock</i> adverso al sector exterior pueden forzar al gobierno a adoptar medidas coordinadas de impulso fiscal y monetario , especialmente en crédito. Los problemas en China lastrarían la actividad y el ciclo económico global. |
| Eventos climáticos | La creciente frecuencia e impacto de los eventos climáticos extremos genera un aumento de los costes públicos y privados asociados. Los fuertes incrementos de las primas de seguros en determinados activos y zonas geográficas provocan cambios en su valoración (p. ej., caídas en los precios inmobiliarios y en la deuda corporativa y pública subnacional). La intervención pública es costosa pero insuficiente. |
| Ciberataques | Los ciberataques aumentan en número, sofisticación y relevancia de las víctimas. Los consumidores reducen su confianza en las comunicaciones recibidas de las empresas, mientras que estas deben destinar una parte creciente de sus ingresos a la lucha contra los ciberataques, así como a alcanzar a clientes actuales y potenciales. |
| Conflictos armados | Los conflictos bélicos pueden provocar fuertes aumentos en los precios de las materias primas , especialmente las energéticas. Los conflictos en Ucrania y Rusia, así como la intervención de Estados Unidos en Venezuela, tienen el potencial para generar un impacto en el precio de crudo, haciéndolo repuntar, especialmente si las acciones y las sanciones afectan la infraestructura petrolífera o la capacidad de los actores involucrados para llevar su producción a los mercados globales. |

Otros escenarios de riesgo (II) – **Riesgos financieros**

| | |
|---------------------------------------|---|
| Crisis de dólar | La voluntad de los países de reducir su vinculación comercial y financiera con Estados Unidos, junto con el deterioro institucional del país, contribuye a una salida de inversores de los activos y mercados financieros estadounidenses. Esta rotación de carteras supone una reducción de la exposición al dólar estadounidense, provocando una fuerte depreciación de la divisa y un mal desempeño de los activos denominados en dólares. A pesar de la caída del dólar, las condiciones financieras internacionales se tensionan abruptamente. |
| Valoraciones de las tecnológicas | Las valoraciones de las grandes compañías tecnológicas , especialmente estadounidenses, se ven cuestionadas por la creciente competencia en el sector, la aparición de nuevos modelos de IA más eficientes o las dudas sobre la capacidad de las empresas de rentabilizar sus inversiones previstas. Dada la importancia de estas empresas en los índices, el ajuste tiene consecuencias para el conjunto del mercado con correcciones marcadas en los activos de riesgo, como la renta variable y la deuda corporativa. |
| Intermediación financiera no bancaria | Los mercados financieros han experimentado un aumento de participantes y de productos no tradicionales, incluidos instrumentos no cotizados en mercados centralizados (p. ej., <i>private debt</i> y <i>private equity</i>) y participantes no bancarios o sujetos a una menor regulación que los tradicionales. En caso de un tensionamiento abrupto de las condiciones financieras, estos mercados y participantes pueden verse forzados a liquidaciones desordenadas. |
| Condiciones financieras | Los países emergentes siguen expuestos a la evolución de los mercados financieros, tanto para la financiación de sus soberanos como de sus empresas. Un tensionamiento de las condiciones de financiación, especialmente en el mercado en dólares, puede tener consecuencias, particularmente para los países más endeudados o vulnerables. |
| Criptoactivos | A pesar de la creciente regulación y participación de inversores tradicionales, el espacio permanece susceptible a la volatilidad asociada al contexto económico y financiero, así como a factores propios como disruptiones tecnológicas, nuevas regulaciones o episodios de ciberataques. Estos factores pueden generar pérdida de confianza en los criptoactivos y fuertes caídas de sus cotizaciones, con un impacto más generalizado sobre otras infraestructuras del sistema financiero. |

Asset allocation

El asset allocation refleja nuestra actualización trimestral del posicionamiento para los próximos doce meses en las distintas tipologías de clases y activos financieros.



Resumen de pronósticos para 2026

| | | Geografía | Periodo | Actual (dic. 25) | Cierre 2026 |
|------------------|------------------------------------|----------------|---------|------------------|---------------|
| Economía | Crecimiento PIB (anualizado) | Estados Unidos | 2T 25 | 2,1 % | 2,1 % |
| | | Eurozona | 3T 25 | 1,4 % | 1,1 % |
| | | España | 3T 25 | 2,8 % | 2,0 % |
| | Inflación (anualizado) | Estados Unidos | Nov. 25 | 2,7 % | 2,4 % |
| | | Eurozona | Nov. 25 | 2,1 % | 2,2 % |
| | | España | Nov. 25 | 2,6 % | 2,0 % |
| Bancos centrales | Tipo Fed Funds | Estados Unidos | Dic. 25 | 3,50-3,75 % | 3,25-3,50 % |
| | Tipo depósito BCE | Eurozona | Dic. 25 | 2,00 % | 2,00 % |
| Renta fija | Rentabilidad de la deuda a 10 años | Estados Unidos | Dic. 25 | 4,15 % | 4,25-4,50 % |
| | | Alemania | Dic. 25 | 2,85 % | 2,75-3,00 % |
| | | España | Dic. 25 | 3,30 % | 3,25-3,50 % |
| | Spread de crédito IG | Eurozona | Dic. 25 | 55 | 50-75 |
| | S&P 500 | Estados Unidos | Dic. 25 | 6.900 | Neutral |
| Renta variable | Euro Stoxx 50 | Eurozona | Dic. 25 | 5.750 | Sobreponderar |
| | IBEX 35 | España | Dic. 25 | 17.100 | Sobreponderar |
| | MSCI EM | Emergentes | Dic. 25 | 1.385 | Sobreponderar |
| Divisas | EUR/USD | | Dic. 25 | 1,17 | 1,15-1,25 |

Estimaciones económicas (PIB e inflación) basadas en el FMI (WEO, octubre de 2025), el BCE y la Comisión Europea.

Los mercados financieros en 2025

El oro vuelve a brillar y los mercados emergentes recuperan protagonismo.



Comportamiento de los activos financieros en 2025

| 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------|-----------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-----------------|
| US Treasury | MSCI EM | Gold | Inflation Link. | Real Estate | MSCI Japan | Real Estate | MSCI Japan | US HY | MSCI China | Gov. EM | Nasdaq | Nasdaq | Real Estate | Commodities | Nasdaq | Nasdaq | Gold | |
| Gov. EM | Global HY | Real Estate | Gold | Global HY | Nasdaq | Nasdaq | Real Estate | Global HY | MSCI EM | Gov. Euro | S&P 500 | MSCI China | Commodities | Gold | MSCI Japan | Gold | MSCI EM | |
| Gov. Euro | MSCI China | Nasdaq | US Treasury | MSCI Japan | S&P 500 | Gov. EM | Nasdaq | Commodities | Nasdaq | US Treasury | MSCI Europe | Gold | S&P 500 | MSCI Japan | S&P 500 | MSCI China | MSCI China | |
| Euro IG | US HY | Commodities | EM Sovereign | MSCI China | MSCI Europe | Gov. Euro | MSCI Europe | S&P 500 | S&P 500 | Euro IG | Real Estate | S&P 500 | MSCI Europe | US HY | Global HY | MSCI Japan | MSCI Japan | |
| Gold | Nasdaq | MSCI EM | US IG | EM Sovereign | US HY | S&P 500 | Gov. EM | EM Sovereign | MSCI Japan | US Aggregate | MSCI China | MSCI EM | Nasdaq | MSCI Europe | US HY | Nasdaq | MSCI Japan | MSCI Japan |
| US Aggregate | EM Sovereign | US HY | US Aggregate | Nasdaq | Global HY | Global HY | IG | Gold | Gold | Gold | Inflation Link. | MSCI Japan | US Treasury | Gold | Global HY | Gold | Gold | MSCI EM |
| US IG | Real Estate | Global HY | US HY | US HY | Gov. EM | MSCI Japan | EM Sovereign | Gold | Global HY | US HY | MSCI Japan | Global IG | US HY | Global HY | US HY | MSCI Europe | US HY | MSCI Europe |
| Global IG | MSCI Europe | S&P 500 | Global IG | MSCI EM | Euro IG | US IG | Euro IG | Nasdaq | EM Sovereign | US IG | MSCI EM | US IG | Inflation Link. | US Aggregate | EM Sovereign | EM Sovereign | EM Sovereign | EM Sovereign |
| Inflation Link. | Gold | EM Sovereign | Gov. Euro | S&P 500 | Gov. Euro | EM Sovereign | US Treasury | US IG | Global IG | US IG | US Treasury | Global HY | US IG | Global IG | US IG | Global IG | Global HY | Global HY |
| EM Sovereign | S&P 500 | US IG | Gov. EM | MSCI Europe | MSCI China | US Aggregate | US Aggregate | Real Estate | Inflation Link. | Real Estate | US HY | US Aggregate | US IG | Global IG | US IG | MSCI EM | Commodities | Commodities |
| US HY | Commodities | MSCI Europe | Euro IG | Euro IG | US Treasury | Global IG | US Treasury | US IG | Inflation Link. | US HY | Nasdaq | EM Sovereign | US HY | US Aggregate | Euro IG | Euro IG | Real Estate | Global IG |
| Global HY | US IG | US Aggregate | Global HY | Gov. EM | S&P 500 | US IG | MSCI China | S&P 500 | Global IG | Global HY | Euro IG | Global HY | Global HY | Global HY | US IG | US HY | Inflation Link. | Inflation Link. |
| Commodities | Global IG | US Treasury | S&P 500 | Global IG | US Aggregate | US Aggregate | MSCI Europe | Global HY | Euro IG | US IG | Inflation Link. | Global IG | MSCI Japan | EM Sovereign | Gov. EM | Euro IG | Euro IG | Euro IG |
| S&P 500 | Inflation Link. | Global IG | Nasdaq | Gov. EM | US Treasury | Inflation Link. | Real Estate | US IG | Global IG | Gov. EM | US Aggregate | EM Sovereign | US Aggregate | EM Sovereign | Euro IG | Gov. EM | Gov. EM | Gov. EM |
| Nasdaq | MSCI Japan | Inflation Link. | Real Estate | US IG | Inflation Link. | Real Estate | US HY | Inflation Link. | US HY | Gov. Euro | US Treasury | S&P 500 | Inflation Link. | Gov. EM | Global IG | S&P 500 | Inflation Link. | Inflation Link. |
| MSCI Japan | Euro IG | MSCI China | MSCI Europe | Inflation Link. | EM Sovereign | EM Sovereign | MSCI FM | Global HY | US Aggregate | US Treasury | Euro IG | US Treasury | Euro IG | Gov. EM | Gov. EM | Gov. EM | Gov. EM | Gov. EM |
| MSCI Europe | US Aggregate | Euro IG | Commodities | Gold | Gold | Gold | MSCI China | MSCI China | Commodities | MSCI Europe | Gov. Euro | MSCI EM | Commodities | MSCI Europe | Gov. EM | Gov. EM | Gov. EM | Gov. EM |
| Real Estate | Gov. Euro | Gov. Euro | MSCI China | US Aggregate | EM Sovereign | Commodities | MSCI EM | MSCI EM | MSCI China | Gov. EM | MSCI Japan | MSCI China | Commodities | MSCI Europe | Real Estate | Global IG | Euro IG | Gov. EM |
| MSCI China | Gov. EM | Gov. EM | MSCI EM | US Treasury | Commodities | Gold | Commodities | Commodities | Real Estate | MSCI China | MSCI China | Real Estate | MSCI China | MSCI China | US Treasury | US Treasury | Gov. Euro | Gov. EM |
| MSCI EM | US Treasury | MSCI Japan | MSCI Japan | MSCI Japan | Commodities | Gold | Commodities | Commodities | Real Estate | MSCI China | MSCI China | Real Estate | MSCI China | MSCI China | Commodities | Commodities | Commodities | Real Estate |

Fuente: Bloomberg; elaboración propia.

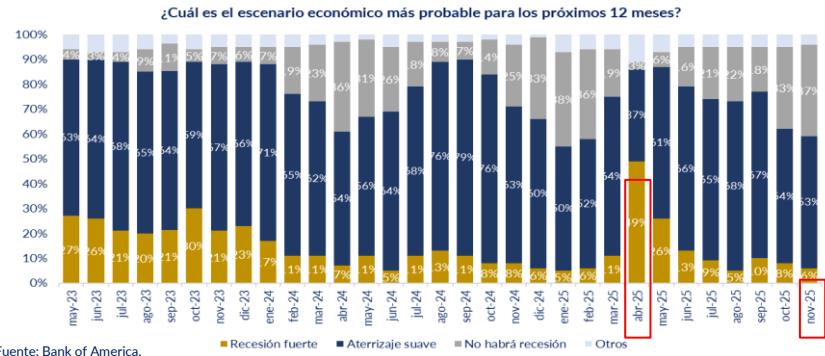
Rentabilidad positiva

Rentabilidad negativa

- **El oro se consolida como el activo más destacado del año.** Lidera claramente las rentabilidades en 2025, beneficiándose de la debilidad del dólar, las dudas sobre las políticas monetarias y su papel como activo refugio en un entorno de elevada incertidumbre geopolítica y fiscal.
- **Asia y los mercados emergentes recuperan protagonismo.** Liderados por China, los mercados emergentes se sitúan entre los mejores comportamientos del año, apoyados por el ciclo tecnológico, valoraciones más atractivas y un entorno financiero más favorable tras la debilitación del USD.
- **"Carry is King".** Las estrategias con mayor exposición a riesgo de crédito (high yield) y menor duración han liderado los rendimientos dentro de la renta fija y se han beneficiado del entorno actual de tipos de interés.
- ✗ **Aspectos negativos.** La renta fija gubernamental y el inmobiliario cotizado han quedado rezagados frente al resto de los activos, afectados por la creciente incertidumbre sobre la evolución de la inflación y, en consecuencia, de la política monetaria en ambos lados del Atlántico.

Los mercados financieros en 2025

La moderación de las tensiones comerciales y la resiliencia económica redujeron la probabilidad de recesión a mínimos en 2025



Fuente: Bank of America.

En 2025, el dólar ha sufrido uno de sus peores años de las últimas décadas, afectado por la incertidumbre fiscal y monetaria



Fuente: Bloomberg.

La IA se ha consolidado en 2025 y ha ocupado un papel central en los resultados empresariales y las valoraciones



De activo refugio a alternativa al dólar, el oro se sitúa como uno de los grandes protagonistas en 2025 y registra máximos



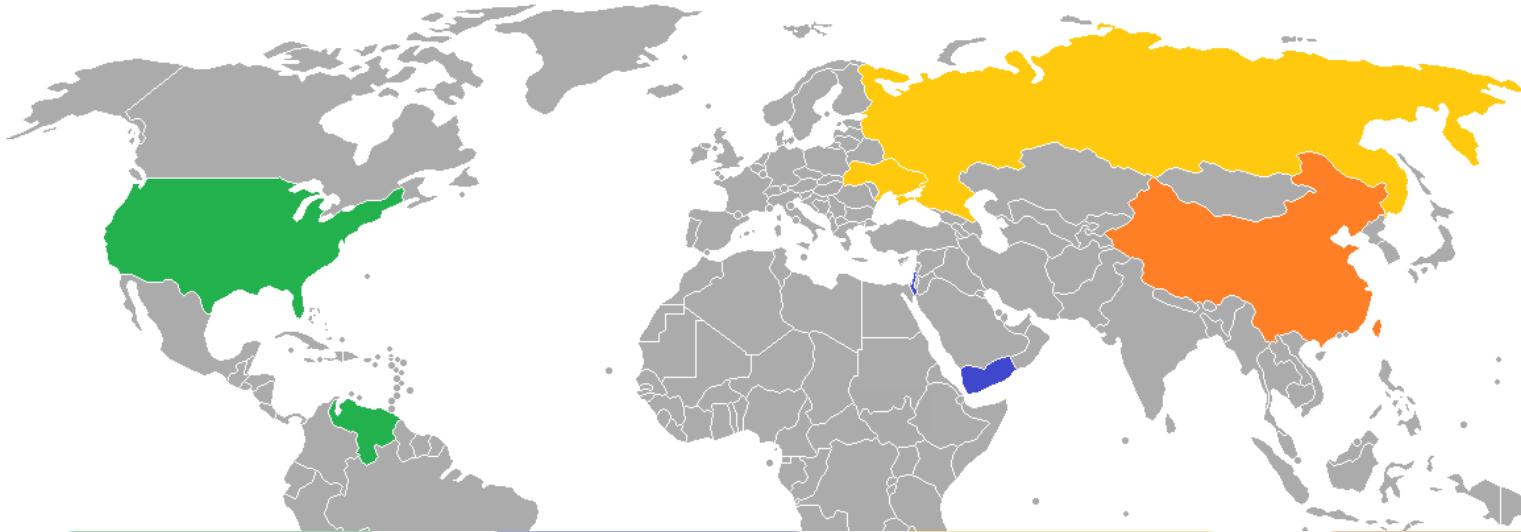
Fuente: Bloomberg.



Temas de inversión

Un entorno geopolítico con conflictos de largo recorrido

Las ambiciones territoriales (China y Rusia) y las tensiones entre régimenes (Estados Unidos, Israel) condicionan un escenario geopolítico intenso.



Estados Unidos-Venezuela

Captura de Maduro e intervención de EE. UU.

Oriente Medio

Tensiones entre Israel y los hutíes del Yemen, con posible impacto en el tránsito por el canal de Suez.

Ucrania-Rusia

La falta de acuerdo y de respeto a dicho acuerdo perpetúan el conflicto, a pesar de la involucración de Trump.

China-Taiwán

Pekín mantendrá sus ambiciones sobre la isla con acciones bilaterales y con respecto a terceros países.

La guerra comercial se vuelve sectorial

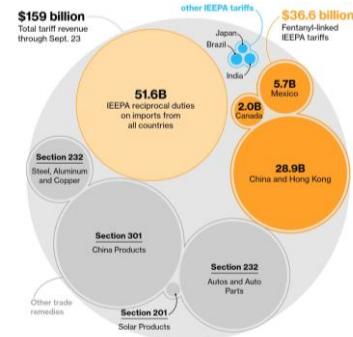
La incertidumbre se mantendrá elevada, igual que la retórica, aunque con una credibilidad decreciente.

Diversos factores hacen pensar que los aranceles sectoriales ganarán importancia en la estrategia de la administración Trump:

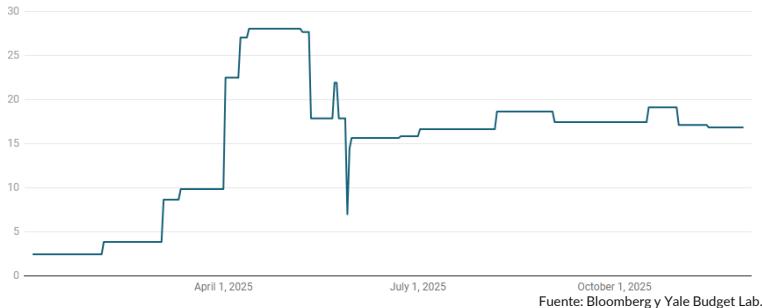
- 1 **La sentencia del Tribunal Supremo** de Estados Unidos, que se prevé que declare ilegales los aranceles por países impuestos por el gobierno. El ejecutivo ampliará el elenco de justificaciones, incluyendo amenazas sectoriales y económicas.
- 2 **Los acuerdos alcanzados y anunciados en 2025 por Estados Unidos son marcos** que deberán concretarse, lo que implicará un crecimiento de los aranceles en los sectores clave para cada país.
- 3 **El pragmatismo de Trump**, que reconoce el sinsentido económico de imponer aranceles a productos para los que Estados Unidos no dispone de alternativas domésticas, incluidos los productos agrícolas.

En cualquier caso, la amenaza de aranceles centrados en los productos exportados por los países objetivo se mantendrá como la principal herramienta de Estados Unidos en la gestión de sus relaciones internacionales. La agenda seguirá siendo *America First*, es decir, orientada a mejorar las condiciones para Estados Unidos en las relaciones bilaterales, tanto comerciales como financieras.

La mitad de los aranceles podrían ser considerados ilegales



Los vaivenes en los anuncios arancelarios han sido notables



Fuente: Bloomberg y Yale Budget Lab.

Estados Unidos y China mantienen su rivalidad interdependiente

Las necesidades mutuas dificultan la desvinculación: Estados Unidos necesita los bienes y las tierras raras chinas, y China necesita la demanda de bienes y la tecnología de chips estadounidense.

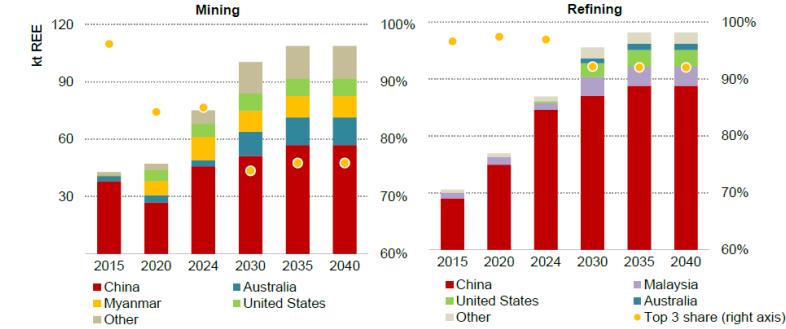
A pesar de la retórica, **Estados Unidos y China han evitado adoptar medidas para perjudicarse en un contexto de amenazas mutuas**. El acuerdo marco alcanzado en otoño de 2025 confirma unos aranceles para China mucho menores que los inicialmente amenazados a cambio de mantener el flujo de tierras raras hacia Estados Unidos y otras concesiones menores.

De forma estructural, **ambos países están siguiendo estrategias de desvinculación**:

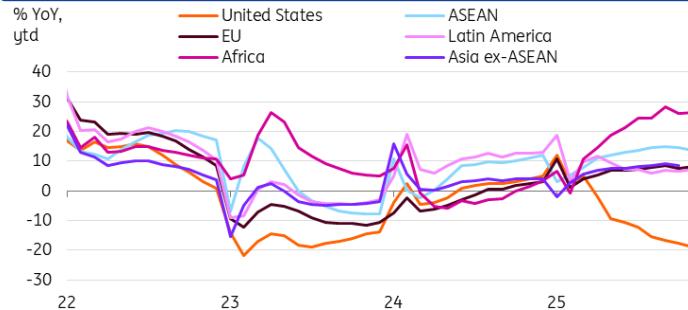
- **China ha reducido sus tenencias de activos del Tesoro de Estados Unidos**, de manera que en el 3T25 ya solo suponían un 7,6 % del total, frente al 25-30 % de mediados de la década de 2010.
- **China ha reducido sus exportaciones destinadas a Estados Unidos**, además de redirigirlas a través de terceros países como Vietnam y Filipinas.
- **Estados Unidos está buscando iniciar proyectos domésticos de tierras raras**, además de firmar acuerdos con terceros países (p. ej., Australia).

En materia tecnológica persistirán las suspicacias: las exportaciones de chips han pasado de estar restringidas a un intento de Trump de monetizarlas para el gobierno de Estados Unidos con medidas equivalentes a aranceles a la exportación. China, sin embargo, ha prohibido el uso de chips estadounidenses de última tecnología.

China retiene un papel central en las tierras raras



China aumenta las exportaciones hacia la UE



Font: Agència Internacional de l'Energia i ING.

La **politización de la Fed** puede dar lugar a tipos más reducidos, pero más inflación

El Comité de Política Monetaria (FOMC) ha mostrado discrepancias, especialmente en la segunda mitad de 2025.

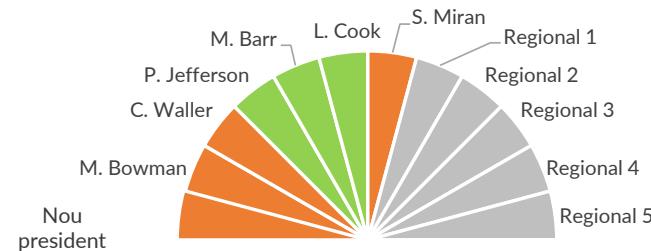
La presión política ejercida por Trump y su administración sobre la Fed para reducir los tipos oficiales puede tener efecto en 2026.

Desde el punto de vista institucional, será relevante el resultado del caso judicial iniciado tras el despido por parte de Trump de Lisa Cook, miembro permanente del FOMC, que actualmente se encuentra en discusión en el Tribunal Supremo. Este caso constituye un test sobre la voluntad de Trump de reforzar el poder presidencial incluso en organismos supuestamente independientes como la Fed.

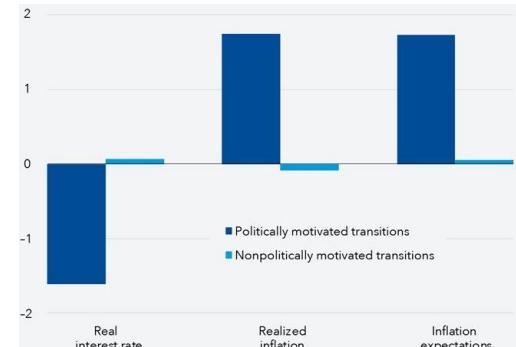
La renovación del presidente Powell en mayo de 2026 ofrece a Trump la oportunidad de lograr una mayoría afín a su visión entre los miembros permanentes del FOMC. Los principales candidatos favoritos (Kevin Warsh y Kevin Hassett) pertenecen al entorno cercano a Trump y han manifestado la necesidad de recortes del tipo de interés.

Según los principales modelos econométricos, como la conocida regla de Taylor, una reducción de los tipos de interés de referencia de la Fed no parece justificada sin un deterioro sustancial de la actividad, del mercado laboral o una marcada desaceleración de la inflación. Por tanto, un recorte motivado por presiones políticas podría generar presiones inflacionistas y la acumulación de vulnerabilidades financieras, por ejemplo, en la valoración de activos.

FOMC: mayoría afín a Trump entre los miembros permanentes



Los cambios motivados políticamente dan lugar a inflación



Fuente: FMI.

Trump, con la popularidad en mínimos, buscará retener su mayoría en las elecciones *midterm*

Los principales retos son una inflación que se mantiene elevada, un dinamismo económico que muestra señales de agotamiento y una base electoral menos cohesionada.

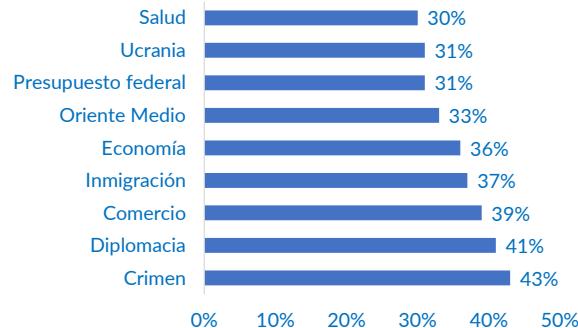
En las elecciones de 2024, Trump alcanzó la presidencia y el control de las dos cámaras del Congreso de Estados Unidos, lo que le permitió actuar **sin limitaciones por parte del poder legislativo**. En las elecciones de medio mandato de noviembre de 2026 se renuevan la Cámara de Representantes y 35 escaños del Senado (de un total de 100). La principal esperanza de los demócratas es recuperar el control de la Cámara de Representantes, ya que el mapa electoral favorece a los republicanos en el Senado.

La administración Trump ha propuesto cambios en distritos electorales para mejorar su representación (*gerrymandering*), aunque no todos los estados los están adoptando, lo que representa un reto para el trumpismo. California, de mayoría demócrata, ha implementado cambios temporales en su mapa electoral para contrarrestar parcialmente este efecto.

Las elecciones estarán marcadas por la **reducida popularidad de Trump**, en mínimos históricos para cualquier presidente, en un gran número de categorías. En este contexto, los focos de la campaña se centrarán en:

- **Economía:** el debate girará en torno al coste de la vida (*affordability*), dada una inflación aún relativamente elevada.
- **Inmigración:** será uno de los principales focos de la política doméstica.
- **Política:** el escándalo Epstein, que puede involucrar a Trump, ha abierto una cuña en la base MAGA (Make America Great Again).

Reducida aprobación de Trump en todas las categorías



El concepto de *affordability* ha ganado preponderancia



Fuente: Gallup i Google Trends.

La política fiscal centrará la atención de los mercados

El mercado podría registrar crecientes episodios de volatilidad en un entorno de mayor oferta y de una demanda más selectiva.

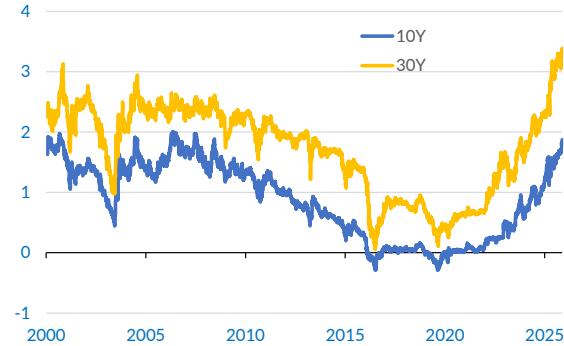
Además de la presión estructural sobre el gasto público derivada de tendencias como las pensiones y la sanidad, en 2026 persistirá la laxitud fiscal observada en 2025, motivada por:

- La elevada fragmentación política, que obliga a aumentar el gasto público para poder alcanzar acuerdos entre partidos (p. ej., Francia).
- El ascenso de opciones populistas, que promueven mayor gasto público y recortes impositivos incluso en momentos cíclicos expansivos que aconsejarían una política de consolidación (p. ej., Estados Unidos).
- La voluntad de impulsar el crecimiento económico para escapar de periodos prolongados de bajo crecimiento (p. ej., China y Alemania).

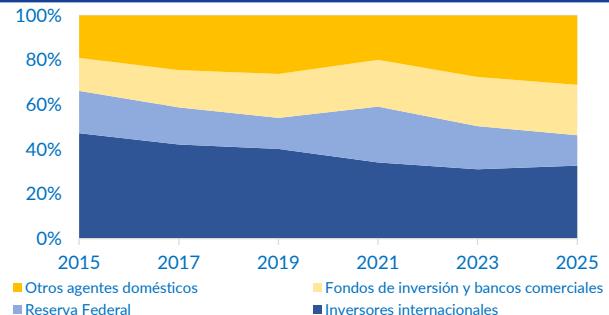
En el mercado de deuda pública soberana, los inversores internacionales y los bancos centrales han perdido peso como compradores en favor de otros compradores más sensibles al precio, como fondos de inversión o *hedge funds*. La menor actividad de estos inversores en períodos de aversión al riesgo o de volatilidad puede amplificar movimientos y generar episodios de venta direccional (*sell-off*).

Los bancos centrales deberán prestar atención a las condiciones de liquidez en los mercados de deuda soberana y de financiación colateralizada para evitar movimientos bruscos y retener el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Japón en 2025: un patrón de lo que puede suceder en 2026



La base compradora es más sensible al precio



Fuente: Bloomberg y Fed.

En un entorno global y económico complejo, Alemania y la UE apuestan por el estímulo fiscal

La reforma del freno fiscal en Alemania y la laxitud introducida en las reglas fiscales europeas deberían permitir un mayor impulso de la política fiscal, a la espera de las necesarias reformas estructurales.

El gobierno alemán dio un giro a sus políticas de rigor fiscal e introdujo medidas para aprovechar su elevada capacidad fiscal, incluyendo:

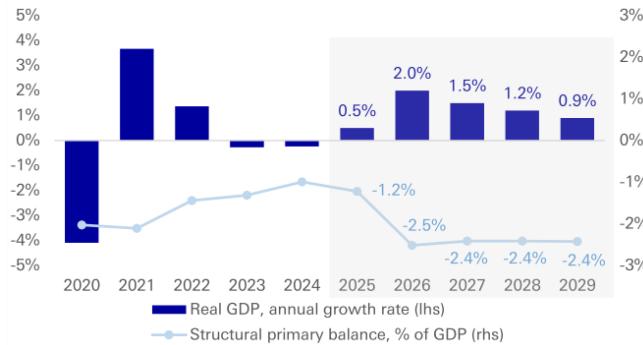
- La creación de un **fondo de infraestructuras** dotado con hasta 500.000 millones de euros (alrededor del 11 % del PIB).
- La reforma del freno fiscal para autorizar un gasto en defensa del 1 % del PIB y permitir que los gobiernos regionales puedan acumular un moderado déficit fiscal.

El impulso económico de estas medidas será máximo en 2026 y necesario ante los **retos estructurales del país teutón** (demografía adversa, competencia con China). La mejora registrada en la segunda mitad de 2025 se ha concentrado en los indicadores de confianza, sin trasladarse a los indicadores coincidentes de actividad.

En la UE, el impulso procede de dos programas, dado que 2026 es el último año de los fondos Next Generation:

- **ReARM Europe**, que incluye instrumentos de apoyo al gasto en defensa y la relajación de las reglas fiscales (hasta un 1,5 % del PIB) durante cuatro años.
- **La Brújula para la Competitividad**, que recoge las recomendaciones del informe Draghi en términos de innovación, descarbonización, promoción de la independencia estratégica, impulso del mercado único y simplificación administrativa.

Alemania aumentará su déficit e impulsará la economía



Un diagnóstico claro: la Brújula para la Competitividad



Fuente: Deutsche Bank y Comisión Europea.

La **Unión de Ahorro e Inversión** es un nuevo intento de crear un mercado único de capitales

Nuevos avances en el mercado único de capitales en la UE buscan movilizar el ahorro privado.

La **Unión de Ahorro e Inversión (SIU)** busca construir sobre los hitos de la Unión de Mercado de Capitales y de la Unión Bancaria, con un mayor foco en el ciudadano, su comportamiento como ahorrador/inversor y su educación y salud financiera.

El objetivo es **movilizar recursos** para financiar las inversiones necesarias en competitividad y en empresas europeas, incluyendo sus fases iniciales (*start-up, scale-up*), para evitar su salida hacia otros países, como EE. UU.

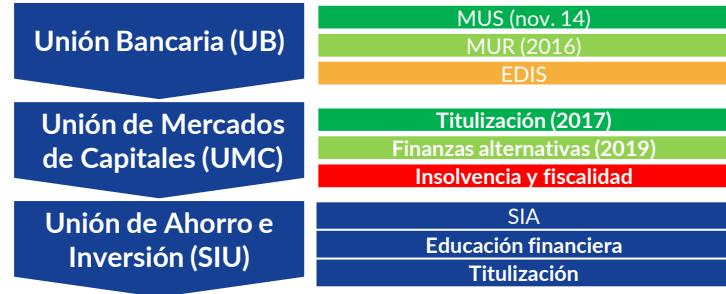
La propuesta de la Comisión Europea consiste en una recomendación sobre la creación de **Cuentas de Ahorro e Inversión (SIA)** que buscan:

- Promover la **inversión minorista** en los mercados financieros.
- Aumentar la **competencia entre los proveedores de servicios financieros**.

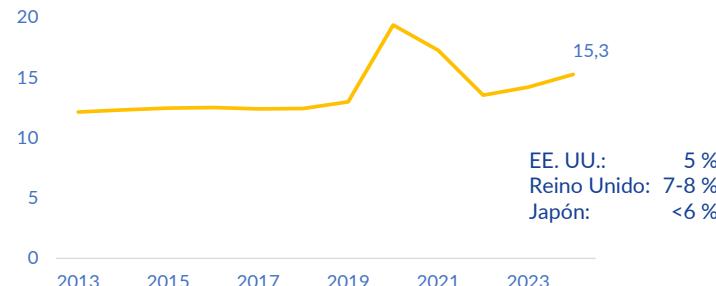
Aunque la creación de las SIA es responsabilidad de los Estados, incluida la posible introducción de **beneficios fiscales** asociados, la Comisión Europea recomienda un esquema de costes reducido y un universo de inversión relativamente amplio, excluyendo los productos financieros complejos y los criptoactivos.

El reto en el despliegue de las SIA es, como es habitual en las políticas de la UE, su **implementación**, que puede ser divergente o desincronizada según la geografía.

Un tercer intento de integración financiera



La zona euro presenta una taxa d'estalvi elevada



Fuente: OCDE.

El despliegue de la IA genera inversión e impulsa el crecimiento económico

La competencia entre las grandes tecnológicas para dominar el mercado está favoreciendo una carrera, que se concreta en fuertes aumentos de la inversión.

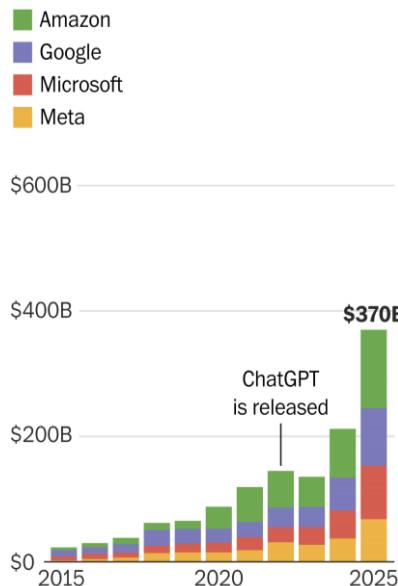
La **inversión en infraestructura relacionada con la IA** se ha acelerado en 2025 en Estados Unidos, aportando una parte sustancial del crecimiento económico y permitiendo que la inversión agregada continúe contribuyendo positivamente a pesar de la caída de la inversión residencial.

Según los planes anunciados por las grandes empresas tecnológicas, esta inversión seguirá aumentando en 2026, aunque a un ritmo interanual decreciente, de modo que la aportación al PIB se mantendrá positiva pero menor.

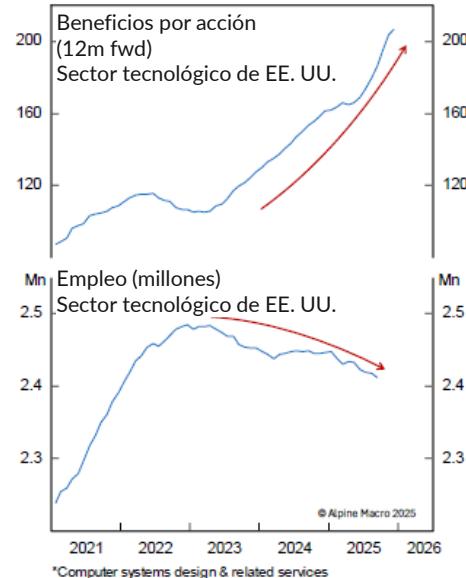
El **impacto en productividad** en los próximos años varía sustancialmente según los estudios, y va desde impactos modestos (alrededor del 0,5 %) hasta impactos de entre el 2,5 % y el 4,0 %. La magnitud del impacto dependerá en gran medida de la confirmación de algunos de los supuestos, en concreto:

- La IA puede ser **complementaria** con algunos empleos, lo que permite aumentar la productividad, pero **sustitutiva** de otros. Todo ello tiene consecuencias sobre la demanda de empleo y la distribución de la renta.
- El impacto de la IA dependerá principalmente de su capacidad para mejorar la **eficiencia de los procesos internos de las empresas**, actuando como un agente, más que de su rol frente al empleado o al consumidor.

Las grandes tecnológicas aceleran su inversión



Sector tecnológico: más beneficios, menos empleo



Fuente: Bloomberg y Alpine.

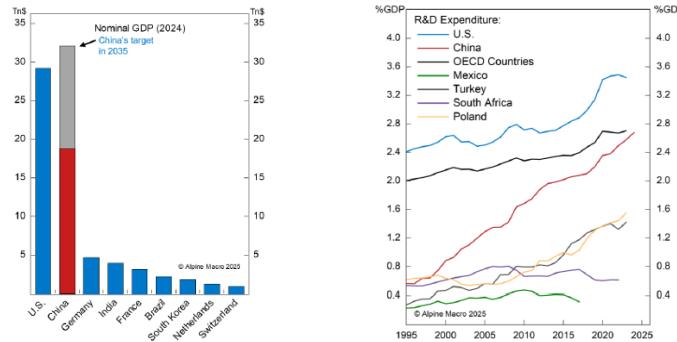
China promueve el desarrollo económico y la autonomía estratégica en su plan quinquenal

En marzo, el gobierno chino presentará y desplegará un plan que pone énfasis en el crecimiento económico como base del resto de prioridades, que incluyen seguridad, resiliencia y expansión de la demanda doméstica.

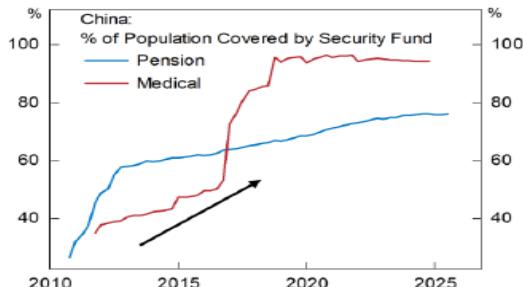
Las recomendaciones presentadas en el cuarto trimestre de 2025 apuntan a que el plan se estructura alrededor de tres grandes conceptos entrelazados entre sí:

- 1 Desarrollo:** priorización del crecimiento económico, que, según cálculos de analistas, deberá situarse alrededor del 7 % en términos nominales (por encima del 6,1 % registrado en los cinco años anteriores). Esto implica apoyo a industrias innovadoras y al *upgrading* industrial, incluyendo el gasto en I+D. En este sentido, el gobierno adoptará el estímulo necesario para impulsar el crecimiento económico.
- 2 Seguridad:** enfoque holístico que, más allá de la defensa militar, incluye seguridad económica y estabilidad social. Externamente, la dependencia tecnológica de Estados Unidos y de Occidente se considera una vulnerabilidad que debe eliminarse, incluyendo tecnologías como los semiconductores.
- 3 Demanda doméstica:** foco en promover la renta disponible de los hogares, impulsar la clase media y reducir la tasa de ahorro. Esto supone el desarrollo de una red de protección social (pensiones y salud) y una mayor preponderancia de los servicios y bienes tecnológicos y de alta calidad en la cesta de consumo.

China busca más PIB y más inversión en I+D



Refuerzo de la red de protección social



Font: Alpine.

Análisis económico

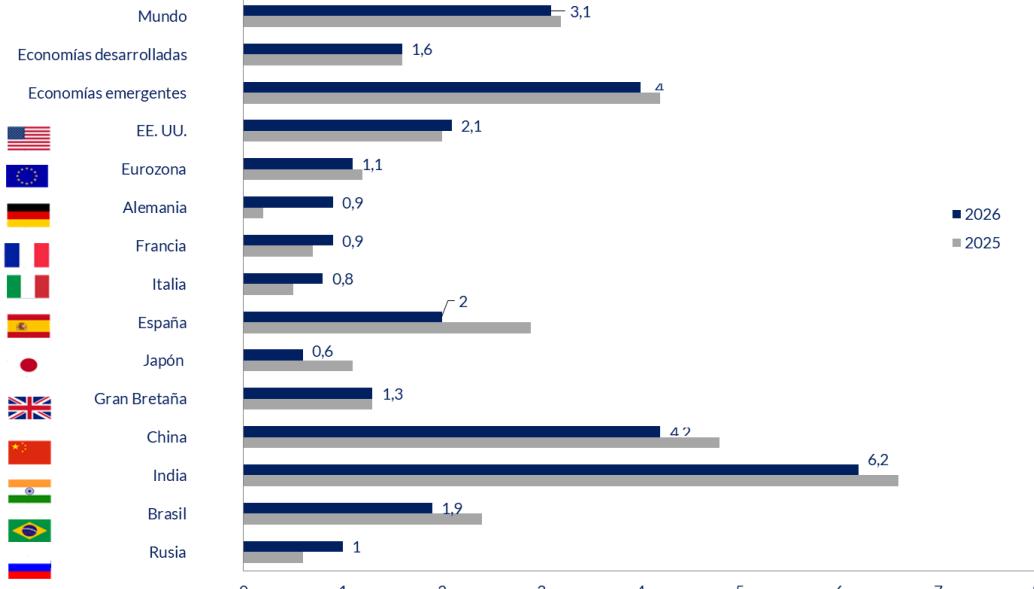


Economía mundial 2025-2026

FMI: expectativas de crecimiento del PIB 2025–2026 (previsiones de octubre de 2025)

Las estimaciones se basan en el análisis del *World Economic Outlook* del FMI de octubre de 2025. Las condiciones económicas y financieras apuntan a un crecimiento económico global ligeramente superior al de la última actualización de julio de 2025.

FMI: previsiones de crecimiento del PIB (%)



Font: FMI WEO, octubre del 2025.

Inflación: moderación a corto plazo, mayor presión de precios a medio y largo plazo

A corto plazo, y especialmente en la zona euro, la inflación se está moderando hacia los niveles **objetivos** de los bancos centrales. No obstante, a **medio y largo plazo**, tanto las propuestas políticas de Trump como algunas tendencias estructurales apuntan a **mayores niveles de inflación**.

| | | | |
|--------------------------------------|--|---|---|
| Trump 2.0 Aranceles | Los aranceles sobre las importaciones en EE. UU. están teniendo un impacto limitado en los precios de los bienes, ya que las empresas trasladan el incremento de costes a los consumidores. |  | Incremento de costes de los productos importados |
| Trump 2.0 Política migratoria | Una reducción de los flujos de inmigración en un entorno de pleno empleo en Estados Unidos puede generar tensiones en el crecimiento salarial. |  | Riesgo de espiral salarios-inflación |
| Relocalización y desglobalización | La menor globalización y la relocalización de centros de producción (iniciada por factores políticos, pandémicos y geopolíticos), priorizando la seguridad de la cadena por encima de la eficiencia, pueden provocar un aumento de costes. |  | Pérdida de eficiencia e incremento de costes |
| Transición hacia la descarbonización | El cambio climático requiere la combinación de nuevas inversiones en energía renovable y mayores precios de la energía fósil (para desincentivar su consumo). Además, existe riesgo de inflación en los precios de los alimentos. |  | Incremento del gasto público y de los precios de la energía |
| Tendencias demográficas | El envejecimiento de la población en los países de la OCDE y en China reduce la fuerza laboral y aumenta la demanda de empleo en los sectores de servicios de curas. |  | Riesgo de espiral salarios-inflación |
| Elevada deuda pública | Las elevadas ratios de deuda pública sobre el PIB estimulan la voluntad de las autoridades económicas de aceptar mayor inflación para apoyar la sostenibilidad de las finanzas públicas. |  | Mayores expectativas de inflación |
| Inteligencia artificial | Varios estudios indican que el primer impacto de la implementación de la IA es la pérdida de empleos en determinados sectores. Solo a medio plazo se observarán ganancias en productividad en la economía en general que podrían contribuir a un ajuste de salarios y precios. |  | Menor presión salarial y menor inflación |

Economía: Estados Unidos

Estados Unidos continuará liderando el ciclo económico global entre los países desarrollados, aunque con cierta moderación del ritmo de crecimiento y con niveles elevados de incertidumbre.

El escenario para 2026 estará marcado por un aumento significativo de la incertidumbre, tanto en el ámbito económico como en el político.

La política arancelaria seguirá siendo una de las principales fuentes de volatilidad, con riesgo de ajustes frecuentes y un creciente énfasis en aranceles sectoriales. Este enfoque incrementa el riesgo legal, ya que muchas medidas podrían ser impugnadas, y su impacto económico será proporcional a los ingresos generados por los sectores afectados.

Desde el punto de vista macroeconómico, se espera una desaceleración del ritmo de crecimiento debido a indicios de mayor cautela por parte del consumidor en

EE. UU. No obstante, se prevé que esta desaceleración sea moderada, ya que la confianza empresarial muestra optimismo. Además, la Fed podría aplicar recortes adicionales de los tipos de referencia, aunque estará pendiente del riesgo de deterioro institucional, especialmente si se producen cambios en el liderazgo del banco central que alteren las variables económicas clave y la percepción de independencia de la política monetaria.

Un segundo factor de impulso es la expectativa de una política fiscal expansiva de cara a las elecciones *midterm* de noviembre. Trump continúa siendo un presidente impopular, con una aprobación neta negativa, por lo que previsiblemente anunciará nuevas medidas dirigidas a mejorar su valoración respecto al dinamismo económico del país.

Aranceles: arancel medio en base legal y arancel efectivo



Font: Census Bureau dels EUA a través de l'OCDE.

La confianza empresarial en EE. UU. se mantiene en zona de expansión



Economía: China

La nueva economía sostiene el crecimiento y compensa la debilidad estructural de la demanda interna.

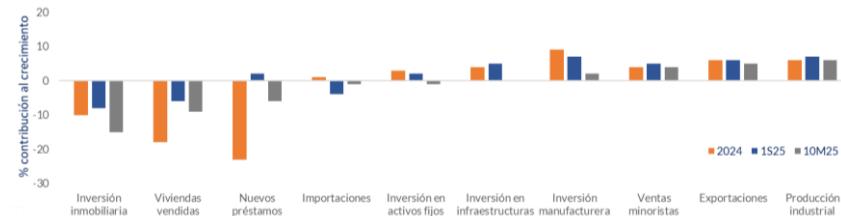
China es una economía claramente segmentada en dos velocidades. Las autoridades continúan priorizando la mejora de la calidad y la competitividad de la industria manufacturera mediante un modelo **centrado en reforzar el lado de la oferta más que en estimular la demanda interna**, lo que previsiblemente prolongará la debilidad de la recuperación del consumo.

En este contexto, la economía tradicional, liderada por el sector inmobiliario y parte de la industria madura, permanece en contracción estructural, lastrada por un entorno de deflación y por un consumidor prudente. No obstante, China destaca como una excepción al haber evitado una recesión tras la crisis del sector inmobiliario, gracias a su capacidad para reorientar el crecimiento desde la “vieja economía” hacia nuevos motores productivos.

La denominada “nueva economía” continúa avanzando con fuerza. China se consolida como líder en algunos sectores estratégicos, como la IA, los vehículos eléctricos, las baterías y la biotecnología, registrando avances en productividad y una creciente presencia global. A ello se suma un **margin de maniobra fiscal** que permite la implementación de estímulos adicionales.

La coexistencia de una demanda doméstica débil con un potente motor tecnológico mantendrá el crecimiento cerca del 4,6 %. Sin embargo, el creciente exceso de capacidad y la elevada competitividad de las exportaciones chinas incrementan el riesgo de fricciones comerciales, a medida que China gana cuota en sectores estratégicos como los semiconductores.

El crecimiento de China se ha visto respaldado por la resiliencia de las exportaciones y la fortaleza de la producción industrial



Font: Bloomberg.

China refuerza su apuesta por la manufactura *hi-tech* como motor estructural de crecimiento, duplicando la producción de chips



Font: Alpine.

Economía: zona euro

Posibilidad de cierta reactivación de la economía europea gracias al impulso fiscal y a unos fundamentos sólidos.

Tras varios años de crecimiento reducido, provocado por el impacto de la guerra en Ucrania, los elevados tipos de interés del BCE en 2022-2023 y la guerra comercial que ha dificultado el entorno de negocio para los sectores exportadores, **las expectativas para 2026 son más optimistas**.

Aunque no se espera una fuerte aceleración del dinamismo económico y Europa tiene importantes retos estructurales, sí creemos que el **impulso fiscal en Alemania** (y en algunos otros países), explicado ya anteriormente, junto con los recortes de tipos del BCE de 2024-2025 y una relajación de las condiciones del comercio mundial, pueden **impactar positivamente** en la economía de la zona euro.

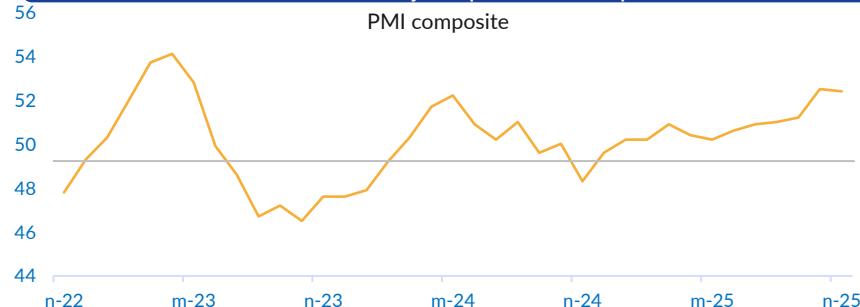
Dicha mejora de las expectativas se refleja también en los principales indicadores de confianza de consumidores y empresarios, que muestran una clara tendencia creciente.

Una reactivación coyuntural (p. ej., a través de la expansión fiscal) puede trasladarse a un mayor ritmo de crecimiento en los próximos años, dados los **sólidos fundamentos económicos de la zona euro** en su conjunto: el margen fiscal es razonable, la deuda del sector privado se ha reducido de forma significativa en los últimos 10-20 años, las tasas de ahorro de los hogares son muy elevadas y el sector bancario europeo se encuentra en una situación muy capitalizada.

Expectativa de impulso fiscal en Alemania, con foco en infraestructuras, energía renovable y defensa



La mejora de las condiciones económicas y financieras se ha trasladado a un mayor optimismo empresarial



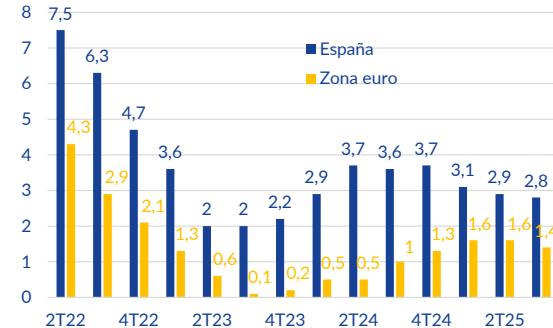
Economía: **España**

Moderación controlada del ritmo de crecimiento de la actividad en una situación relativamente favorable.

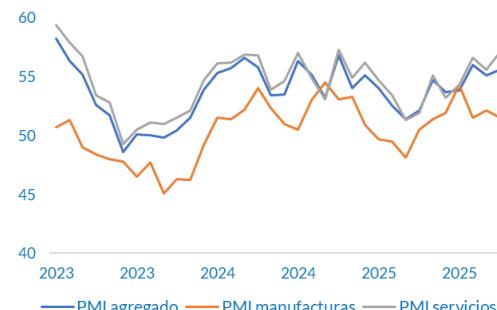
En 2025, España ha mantenido un dinamismo superior al del conjunto de la zona euro. El crecimiento ha estado liderado por la demanda doméstica, que ha encontrado el siguiente apoyo: (i) el consumo privado, impulsado por la notable creación de empleo; (ii) la inversión empresarial; y (iii) la favorable situación de los balances de los agentes económicos privados. La aportación del sector exterior se ha visto distorsionada por la elevada incertidumbre en torno a la política comercial y por las acciones de las empresas para evitar los aranceles. La inflación, por su parte, ha repuntado en la segunda mitad del año, tras la moderación registrada en la primera, tanto en el índice general como, de forma algo más contenida, en la tasa subyacente.

De cara a 2026, el crecimiento económico continuará su senda de moderación controlada. La actividad seguirá apoyada en la demanda interna, que se verá impulsada por un mercado laboral saludable, el elevado ahorro de los hogares y el dinamismo del crédito, una vez completado el ciclo de desapalancamiento. El sector exterior encontrará apoyo en la reducción de la incertidumbre asociada a la política comercial de Estados Unidos y en la recuperación económica de los socios comerciales relevantes, como Alemania y Francia. En el ámbito doméstico, la mayor incertidumbre política asociada a la inestabilidad del gobierno, derivada de los casos de presunta corrupción y de las dificultades del actual ejecutivo para aprobar su agenda legislativa, incluidos los presupuestos generales del Estado, puede suponer

España destaca dentro de la zona euro



La confianza empresarial se mantiene elevada



Fuente: Bloomberg.

Economía: España

Moderación controlada del ritmo de crecimiento de la actividad en una situación relativamente favorable.

Los notables flujos inmigratorios han podido ser absorbidos por el mercado laboral, que ha registrado una nueva contracción de la tasa de paro. En adelante, la previsible moderación de los flujos de entrada se acompañará con la moderación del crecimiento y de la demanda de empleo por parte de las empresas, aunque la creación de puestos de trabajo se mantendrá robusta y la tasa de paro continuará descendiendo. Los salarios siguen creciendo a tasas superiores a la inflación, aunque a un ritmo menor que en años anteriores.

El dinamismo de la demanda y la falta de respuesta de la oferta han llevado el **precio de la vivienda a máximos históricos en 2025**, con incrementos superiores al 12 %. El precio del alquiler también ha registrado aumentos de doble dígito. En este contexto, el acceso a la vivienda se ha erigido como la principal preocupación ciudadana, y las políticas anunciadas—centradas en movilizar la oferta— no han tenido efecto hasta la fecha. De cara a 2026, el precio de la vivienda mantendrá un dinamismo elevado, aunque inferior al observado en 2025, ante la creciente evidencia de que los altos precios penalizan la accesibilidad y en un entorno en el que las entidades financieras mantienen estándares de crédito relativamente elevados.

La inversión empresarial debería seguir impulsada por el despliegue de los fondos europeos (NGEU) y por un acceso favorable a la financiación, que podría verse reforzada por los avances en la Unión de Ahorro e Inversión

La tasa de paro se reduce gracias a una fuerte creación de empleo



Fuerte dinamismo del precio de la vivienda



Fuente : Bloomberg.

Economías emergentes

Las exportaciones tecnológicas y la debilidad del dólar sostienen el crecimiento de los mercados emergentes.

Los mercados emergentes encaran 2026 como economías cada vez más heterogéneas, con dos dinámicas claramente diferenciadas.

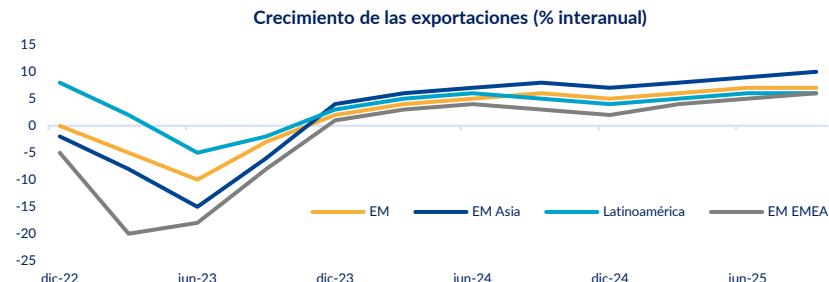
Por un lado, los países emergentes más integrados en la cadena tecnológica global, especialmente en Asia, continúan beneficiándose del fuerte ciclo de inversión en IA, semiconductores y centros de datos. Las exportaciones ligadas a tecnología e IA siguen mostrando un comportamiento muy superior al resto, impulsando economías como Corea o Taiwán y compensando en parte la desaceleración global.

Por otro lado, los mercados emergentes más dependientes de exportaciones tradicionales o no tecnológicas afrontan un entorno más exigente. El impacto de los aranceles estadounidenses, hasta ahora contenido, será más visible en 2026, a medida que los mayores costes se trasladen al consumidor final, moderando la demanda de bienes no ligados a la IA.

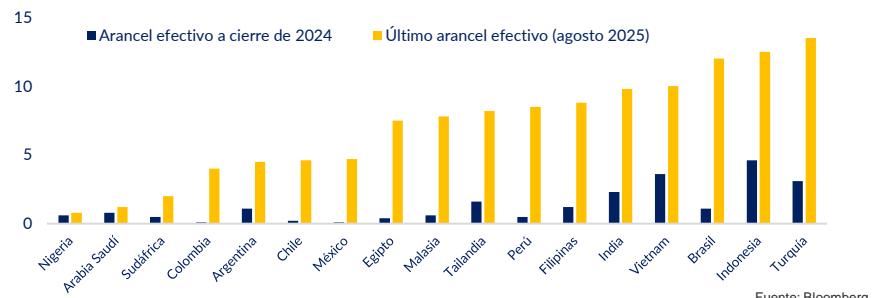
En el ámbito financiero, el entorno sigue siendo favorable: la expectativa de recortes de tipos por parte de la Fed y un dólar más débil sostienen flujos de capital, divisas y demanda interna en la mayoría de las economías emergentes.

En conjunto, los mercados emergentes avanzan a dos velocidades: Asia y los países vinculados al ciclo tecnológico lideran el crecimiento, mientras que otras regiones muestran una expansión más moderada y vulnerable al entorno comercial y financiero global.

Los bienes tecnológicos (exentos de aranceles) lideran las exportaciones asiáticas y deberían seguir destacando en 2026 gracias a CaPex en IA



En cambio, el crecimiento de los países no vinculados a la IA podría moderarse por el impacto de los aranceles sobre el consumidor y los márgenes empresariales



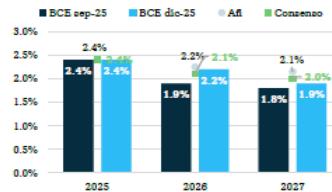


Análisis financiero

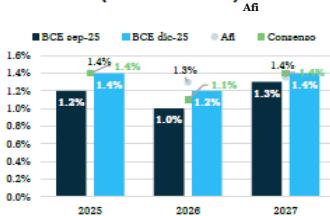
Política monetaria

Los bancos centrales encuentran cierta neutralidad tras las bajadas de tipos de los últimos años. Europa parte con un cuadro macro más propicio para mantener la estabilidad en los tipos de intervención durante 2026, mientras que una inflación algo más elevada en EE. UU. limita las posibilidades de que una Fed politizada opte por una política monetaria más acomodaticia.

Proyecciones de inflación subyacente para la zona euro del BCE (media anual)



Proyecciones de crecimiento del PIB para la zona euro del BCE (media anual)



Previsiones de la Fed para las principales variables macroeconómicas

| | 2025 | 2026 | 2027 | Longer run |
|-----------|--------|------|------|------------|
| PIB | dic-25 | 1.7 | 2.3 | 2.0 |
| | sep-25 | 1.6 | 1.8 | 1.8 |
| Desempleo | dic-25 | 4.5 | 4.4 | 4.2 |
| | sep-25 | 4.5 | 4.4 | 4.2 |
| PCE | dic-25 | 2.9 | 2.4 | 2.1 |
| | sep-25 | 3.0 | 2.6 | 2.0 |
| PCE Core | dic-25 | 3.0 | 2.5 | 2.1 |
| | sep-25 | 3.1 | 2.6 | — |
| Fedfunds | dic-25 | 3.6 | 3.4 | 3.1 |
| | sep-25 | 3.6 | 3.4 | 3.0 |

Fuente: AFI

Previsiones fin 2026

Tipus Fed:  3,25-3,50 %

Tipus BCE:  2,00 %

El BCE finaliza el ciclo de bajadas de los tipos de interés, situando la referencia en el 2 %, y el mercado no contempla cambios para 2026. Este nivel es coherente con la estimación del tipo neutral de la economía europea y consistente con un entorno macro caracterizado por inflación contenida, crecimiento moderado y ausencia de desequilibrios financieros relevantes.

Aunque la inflación estimada se mantendrá por debajo del objetivo del 2 % durante buena parte de 2026, el BCE opta por consolidar su credibilidad y evitar un giro prematuro hacia políticas expansivas, especialmente en un contexto de estímulo fiscal selectivo (Alemania) y de elevada heterogeneidad entre países. En este escenario, privilegia la estabilidad del marco monetario frente a ajustes adicionales, reforzando el mensaje de que la normalización ha concluido.

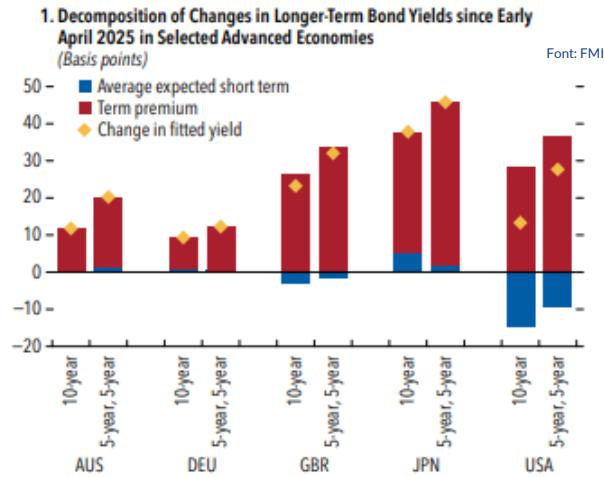
En Estados Unidos, la Fed, que en mayo estrenará un nuevo presidente más alineado con las tesis intervencionistas de Trump, deberá actuar con especial cautela. En un entorno de persistencia de la inflación, incluida la subyacente, el estímulo fiscal vigente y la elevada sensibilidad del mercado laboral, la Fed tratará de equilibrar los riesgos macroeconómicos, avanzando hacia un tono más acomodaticio solo en la medida en que los mercados lo permitan, sin comprometer su credibilidad ni su independencia.

Paralelamente, la Fed ha finalizado el proceso de *quantitative tightening* (reducción de su balance) y, ante episodios de tensión en los mercados monetarios, ha iniciado compras de deuda a corto plazo con el objetivo de preservar condiciones de liquidez holgadas.

Activos financieros: **deuda pública**

Durante 2025 se ha registrado un fuerte aumento de las pendientes de las curvas de tipos de interés, con los plazos largos incorporando prima de riesgo fiscal, un movimiento que podría tener continuidad en 2026.

Descomposición de la TIR de la deuda a largo plazo desde el Liberation Day (por países)



Previsiones fin 2026

| | | |
|------------------|--|-------------|
| España 10 años | | 3,25-3,50 % |
| Alemania 10 años | | 2,75-3,00 % |
| EE. UU. 10 años | | 4,25-4,50 % |

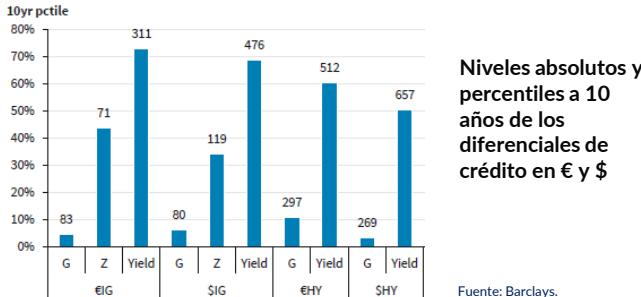
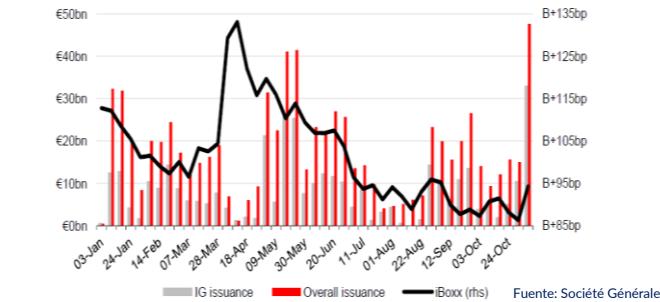
En los mercados de **deuda pública**, el escenario macroeconómico **favorece una mayor pendiente de las curvas de tipos**. Los tramos cortos recogen las bajas de tipos oficiales, mientras que los vencimientos largos permanecen condicionados por la **elevada emisión de deuda en entornos de predominancia fiscal**, la retirada de liquidez asociada al menor tamaño de los balances de los bancos centrales y la exigencia de mayores primas por plazo ante la incertidumbre fiscal y de inflación futura. En este contexto, las TIR soberanas tienden a moverse dentro de un rango, con un comportamiento relativamente más favorable en los tramos cortos y medios de la curva.

La persistencia de tipos de interés elevados a largo plazo tiene **implicaciones directas sobre la economía real**, especialmente a través de los canales de financiación de familias y empresas. En particular, los tipos hipotecarios y el coste del endeudamiento a largo plazo continúan actuando como freno estructural para la demanda de vivienda y la inversión, incluso en un contexto de estabilidad de los tipos oficiales. Este desacople entre la política monetaria y las condiciones financieras efectivas refuerza la sensibilidad del ciclo económico a los movimientos de los tramos largos de la curva, otorgando a estos un papel cada vez más relevante como mecanismo de ajuste macroeconómico. En este entorno, los **bancos centrales son conscientes de que descensos adicionales en los tipos oficiales tendrían un impacto limitado** si no van acompañados de una relajación sostenida de las TIR a largo plazo, lo que refuerza su enfoque prudente y su preferencia por consolidar niveles antes que forzar estímulos adicionales.

Activos financieros: **renta fija corporativa** (*investment grade, IG*)

Fundamentales sólidos y mejora del ciclo, aunque con valoraciones ajustadas y volumen de emisión récord.

Emisión neta de papel corporativo IG en € vs. spreads



Previsiones H1 2026

Spread IG EUR a 5 años

50-75 puntos básicos

La primera mitad de 2026 en el mercado de crédito IG europeo estará marcada por un equilibrio entre un entorno macroeconómico constructivo y el creciente protagonismo de los factores técnicos. La **desaceleración de la inflación y la estabilización de la política monetaria** deberían seguir respaldando los fundamentales corporativos en el actual contexto de crecimiento moderado y condiciones financieras favorables. No obstante, el mercado afronta este inicio de año con valoraciones exigentes y un nivel de diferenciales que deja poco margen para una compresión adicional sostenida.

El principal foco del semestre se situará en la **capacidad de absorción del mercado primario IG** (emisión esperada superior a 400.000 millones de euros), para el que se prevé que continúe la elevada actividad emisora de los últimos meses. Esta situación obliga a los inversores a ser algo más selectivos en un entorno de mayor competencia por el capital disponible ante el incremento de las necesidades de financiación de los estados europeos (responsable del estrechamiento de los *asset swap spreads*). Todo ello se desarrollará en un contexto estructuralmente más volátil que en años anteriores, con dudas en torno al creciente volumen de emisiones destinadas a financiar la inversión en IA.

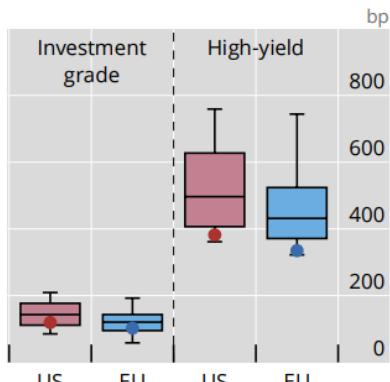
El próximo semestre, por tanto, debería ser compatible con rentabilidades moderadamente positivas para el crédito IG, apoyadas en sólidos fundamentales corporativos y un entorno macroeconómico favorable, aunque con escaso potencial para un estrechamiento adicional de los diferenciales y con posibilidad de ligeras ampliaciones asociadas a episodios de estrés en los mercados de deuda soberana. En consecuencia, mantenemos **preferencia por nombres de calidad**, con fundamentales sólidos y bien

Activos financieros: **renta fija corporativa** (*high yield, HY*)

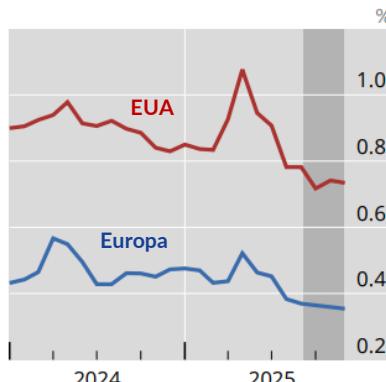
Las exigentes valoraciones, el deterioro del ciclo y el potencial impacto arancelario sugieren prudencia.

Pese a la elevada volatilidad, los diferenciales HY cierran el año en mínimos y las probabilidades de *default* esperadas por el mercado se reducen

A. Credit spreads remained compressed



B. Expected default probabilities subsided



Font: Bank for International Settlements.

Previsiones H1 2026

Spread HY EUR a 5 años

275-325 puntos básicos

Tras una primera mitad de año marcada por una elevada volatilidad, provocada por el *shock* de la nueva política arancelaria de la administración Trump, el crédito HY ha cerrado 2025 con un **desempeño mejor de lo esperado por los analistas**. Habiendo alcanzado niveles de diferenciales máximos de los últimos tres años en las semanas posteriores al Liberation Day, la progresiva reducción de la incertidumbre ha permitido una rápida compresión de estos, devolviendo los *spreads* a mínimos del año al final del ejercicio.

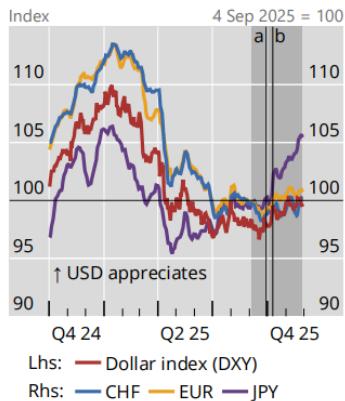
La normalización parcial del entorno, no obstante, sigue generando un perfil de riesgo asimétrico sobre el crédito HY. Los niveles **actuales continúan siendo exigentes** (particularmente en Estados Unidos) y podrían verse presionados de nuevo ante episodios de repunte de las tensiones comerciales, mayor deterioro del ciclo, inestabilidad geopolítica o resurgimiento de la inflación fruto de los aranceles impuestos.

Por ello, y pese a haber dejado atrás el pico de incertidumbre en un año moderadamente positivo para el crédito HY, la elevada incertidumbre global y la previsible ralentización de la economía estadounidense, junto con la exigencia de las valoraciones actuales, no llevan a mantener una **posición prudente y defensiva en este segmento**. Por tanto, proponemos un seguimiento detallado de las compañías, priorizando la calidad en la medida de lo posible, con cierta preferencia por Europa, donde el contexto es algo más favorable, con mayor visibilidad respecto al ciclo económico y al nivel de tipos de interés.

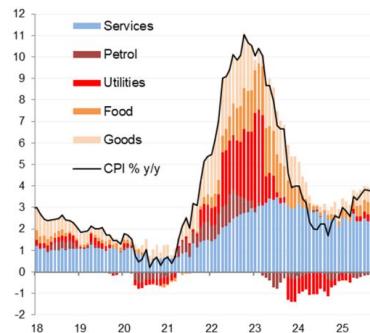
Activos financieros: **mercado de divisas**

La debilidad del dólar y la incertidumbre alrededor de la Reserva Federal, protagonistas de un volátil mercado de divisas.

Comportamiento del USD frente a sus principales cruces



Desglose por componentes de la inflación en el Reino Unido



Previsions H1 2026

EUR/USD 1,15-1,25

EUR/GBP 0,85-0,90

El año 2025 ha sido testigo de una notable depreciación del dólar en sus principales cruces, motivada por la confusa política comercial de la nueva administración Trump, el parcial deterioro del cuadro macroeconómico estadounidense y la creciente demanda de alternativas a la divisa de reserva global, cerrando el ejercicio en niveles de 1,175 frente al euro. A corto plazo, la creciente politización de la Fed y la esperable incertidumbre sobre el estado del ciclo en Estados Unidos **deberían continuar lastrando la cotización del dólar**, aunque con la posibilidad de breves rebotes tácticos fruto del posicionamiento particularmente bajista de los inversores y de las tensiones geopolíticas.

En lo que respecta a la libra esterlina, durante 2025 la cotización ha accusado las modestas cifras de crecimiento y la debilidad del mercado laboral británico, cayendo hasta mínimos de los últimos cinco años. Para 2026, la relajación de la inflación de servicios, la mayor visibilidad de las finanzas públicas y la esperada recuperación de la actividad deberían contribuir a **dar soporte al cruce de la libra frente al euro**.

A modo de continuación de lo observado en 2025, el primer semestre debería **seguir presentando una elevada volatilidad en el mercado de divisas**, sustentada en los siguientes factores: 1) la incertidumbre en torno a la senda de tipos de la Fed y al cuadro macro estadounidense, 2) las elevadas tensiones en el plano internacional; y 3) el impacto en precios y actividad de las medidas arancelarias impuestas por la administración Trump.

Síntesis 2026: el año de la revelación

Escenario base

- Entorno económico global resiliente, con **probabilidad de aceleración a medida que avance el año**, lo que debería seguir reflejándose en crecimiento de ventas.
- **Los márgenes empresariales aguantan** gracias a menor presión sobre la base de costes y efectos de apalancamiento, si bien algunos sectores empiezan a mostrar cierta fatiga en volúmenes.
- La combinación de (1) y (2) supone **acelerar el crecimiento esperado de BPA 2026**, si bien su evolución, especialmente en Europa, dependerá de los movimientos en el tipo de cambio, como sucedió en 2025.
- Dos puntos para monitorizar: una **economía en forma de "K"** genera riesgos y oportunidades, especialmente en la gestión de márgenes empresariales y en la determinación de si nos encontramos en una **burbuja de IA**.
- **La salud financiera sólida** permite mantener altas remuneraciones a los accionistas a expensas de la inversión en capital fijo, que sigue muy concentrada en inversiones relacionadas con la tecnología.
- **Factores técnicos algo más desequilibrados**, con un posicionamiento en activos de riesgo e indicadores técnicos tensionados.
- **Valoraciones en renta variable estrechas globalmente, y justas en Estados Unidos.** Será trascendental que el crecimiento de EPS 2026 supere el promedio histórico para evitar correcciones durante el año.

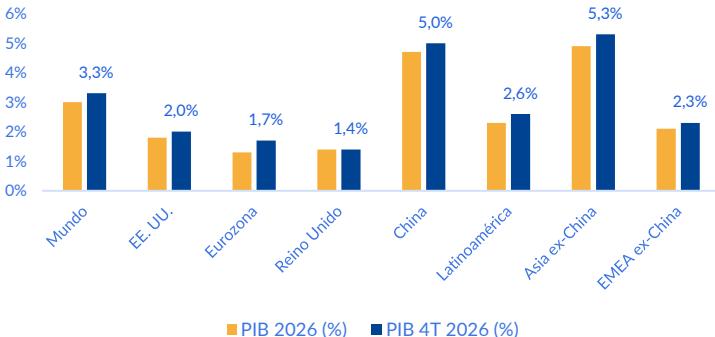
Riesgos

- **Principal riesgo:** la desaceleración o la recesión económica, seguida de una aceleración no contenida de la inflación que frene el final del endurecimiento monetario. Si esto ocurriera, podría darse de manera sobrevenida por efectos en los mercados financieros y no necesariamente por efectos económicos tradicionales.
- Necesidad de mantener los **aumentos de la inversión en IA** y de justificar la rentabilidad de los proyectos asociados.
- **Aumento de ventas vía precios cerca del agotamiento** en algunos sectores, por lo que la recuperación de los **volúmenes resulta clave**.
- **Deterioro de los factores técnicos**.
- Valoraciones en niveles estrechos, **con algunos bolsillos extremos en nichos de mercado**.
- **Inestabilidad geopolítica** que podría seguir tensionando coyunturalmente algunos factores de producción, como el petróleo y la energía, especialmente en Oriente Medio.,
- **Otros riesgos:** endurecimiento monetario en Japón, empinamiento de las curvas de tipos, tensión entre China y Taiwán, etc.

Crecimiento macroeconómico global resiliente, que se traduce en ventas empresariales al alza

Soporte macro al crecimiento de ingresos...

Evolución del PIB por región (%)



...apoyado por un impacto limitado de las tarifas en la evolución de los precios... Evolución de la inflación en EE. UU.



Fuente: Reserva Federal.

...permitiendo estabilidad en las estimaciones de ingresos...

Evolución de las estimaciones de ingresos por acción del MSCI World



Fuente: Bloomberg.

...y respaldando un escenario de crecimiento en 2026

Evolución de las estimaciones de ingresos por acción del MSCI World

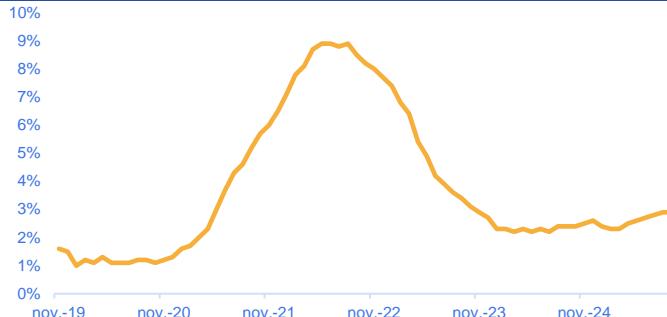
La economía de EE. UU. se encuentra en **bastante buena forma** y existen **vientos de cola muy fuertes** que han tenido un efecto realmente significativo. Al mismo tiempo, también hay factores que actúan como vientos en contra y que probablemente estén llevando a la economía a rendir por debajo de las expectativas actuales. Aun así, soy optimista y creo que probablemente veremos una aceleración del crecimiento a medida que avancemos hacia 2026.“

—David Salomon, CEO de Goldman Sachs

Se mantiene la menor presión sobre **los costes y la mejora** gradual de los márgenes

Menor presión de costes industriales.....

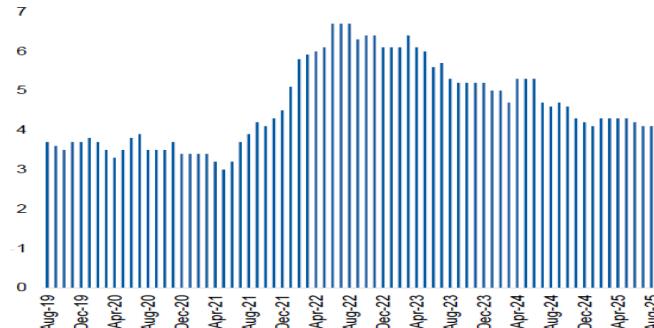
PPI de bienes finales (subyacente) en EE. UU., variación interanual (%)



Fuente: Bloomberg..

...y desaceleración del crecimiento salarial...

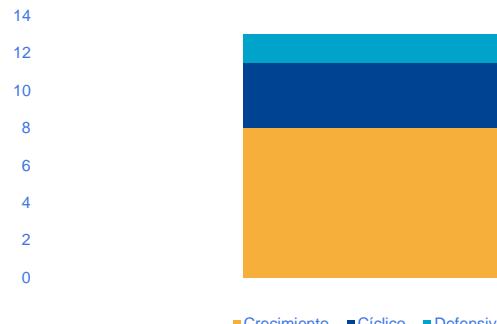
Crecimiento salarial en EE. UU. (media móvil de 3 meses, Fed de Atlanta)



Fuente: Morgan Stanley.

...con una composición sectorial más favorable...

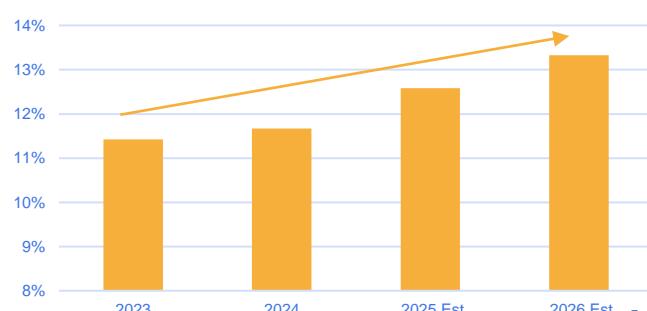
Contribución al crecimiento del BPA por estilo de compañía en EE.UU.



Fuente: Morgan Stanley.

...apuntan a una continua mejora gradual de los márgenes

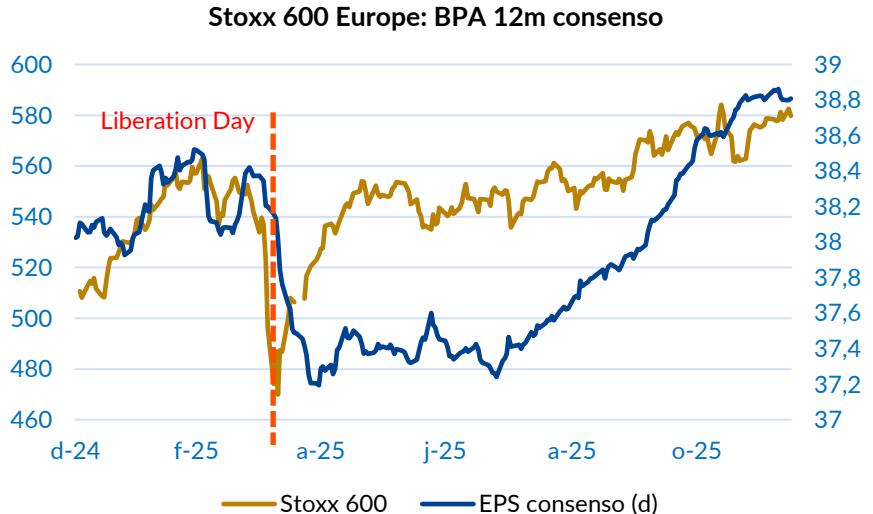
Evolución del margen operativo del MSCI World



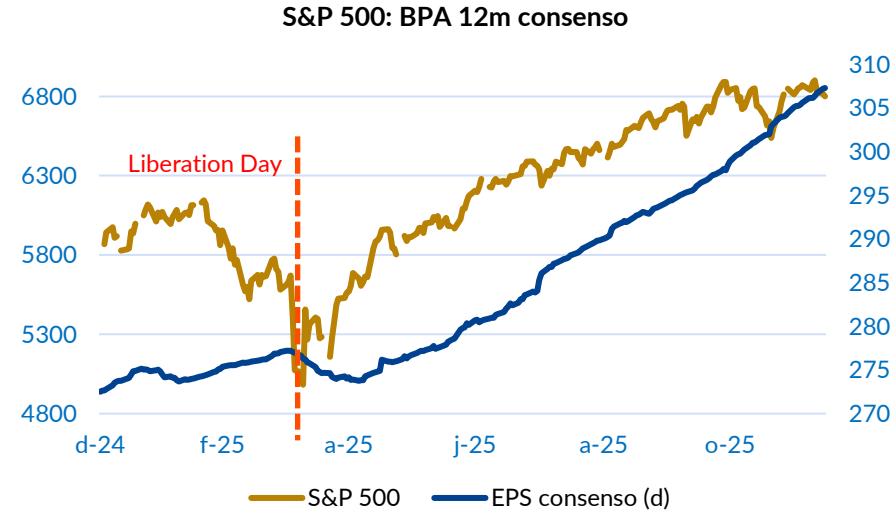
Fuente: Bloomberg.

Aceleración de los beneficios empresariales

Avance sostenido de los beneficios, sin revisiones al alza
Crecimiento previsto del BPA a 12 meses: +9,6 %



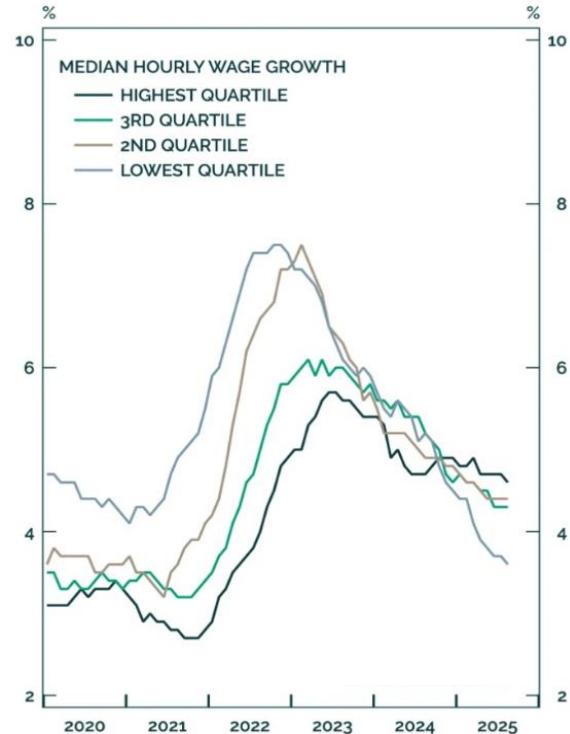
Leve ajuste, pero se mantiene la tendencia estructural de los beneficios
Crecimiento previsto del BPA a 12 meses: +13,3 %



Fuente: Bloomberg, 17/12/2025.

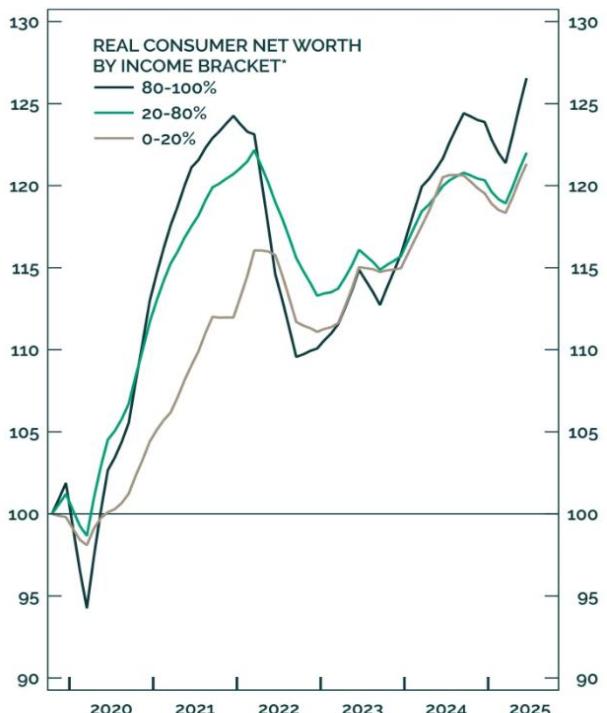
El motor del consumo en Estados Unidos sigue aguantando... gracias al segmento con mayores salarios y mayor patrimonio

Crecimiento salarial más sólido en altos ingresos
Mediana del crecimiento del salario por hora en EE. UU.



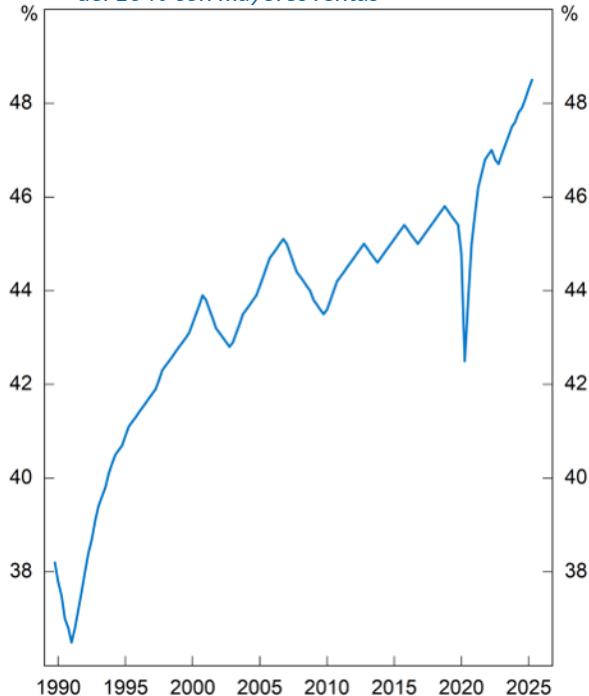
Que también se benefician de los incrementos patrimoniales

Patrimonio del consumidor ajustado por inflación



Y siguen actuando como motor del consumo

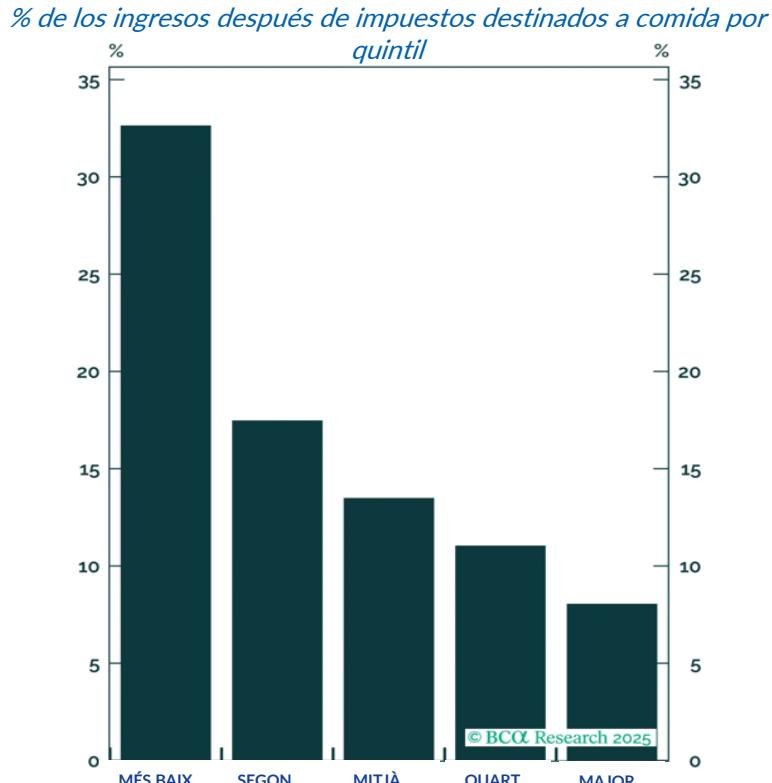
% del gasto en consumo en EE. UU.
del 10 % con mayores rentas



Fuente: BCA Research, Alpine Macro.

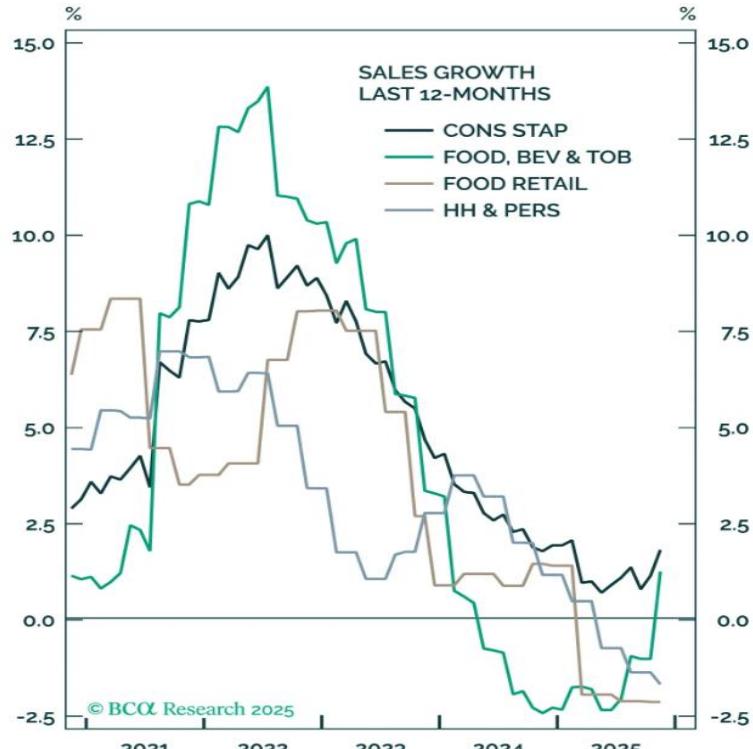
Si bien los consumidores estadounidenses con menores ingresos empiezan a notar cierta **fatiga**

Los consumidores con menores ingresos son los más afectados



Con unos costes aumentando por encima de los ingresos, lo que penaliza los volúmenes

Crecimiento de las ventas en los últimos 12 meses



Fuente: BCA Research.

¿Estamos en una **burbuja**?

Argumentos a favor

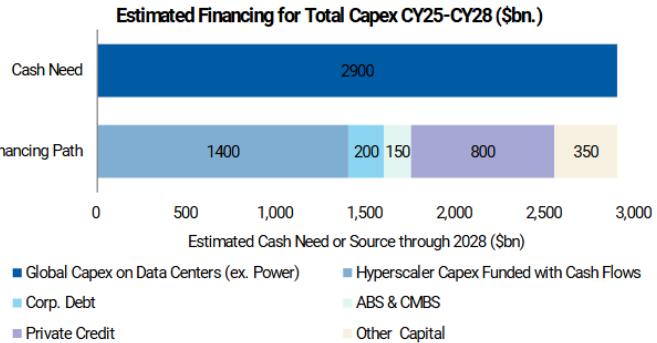
- ✓ La demanda es real y proviene de compañías líderes con gran capacidad de generación de caja.
- ✓ Los proyectos son medibles y positivos desde un punto de vista de la rentabilidad financiera.
- ✓ Las valoraciones no indican signos de Burbuja.com.
- ✓ Las señales de exuberancia todavía se encuentran en fase temprana.
- ✓ La IA representa una nueva revolución industrial, con mayor alcance que todas las anteriores.

Argumentos en contra

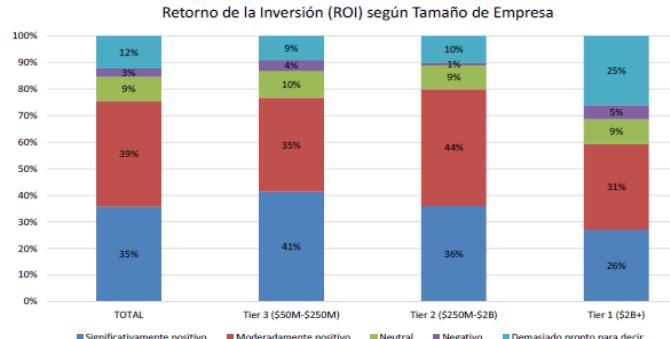
- ✗ Auge del CapEx, con paralelismos históricos y riesgo de sobreinversión en infraestructuras.
- ✗ Concentración extrema de los retornos del mercado.
- ✗ Circularidad financiera de la expansión de los proyectos dentro del ecosistema de la IA.
- ✗ Dificultad para la valorar correctamente los activos ante la poca visibilidad de los flujos de caja.

¿Estamos en una burbuja? Argumentos a favor de la NO burbuja

Las compañías poseen suficiente margen para invertir en proyectos



Los proyectos ya son positivos desde el punto de vista financiero

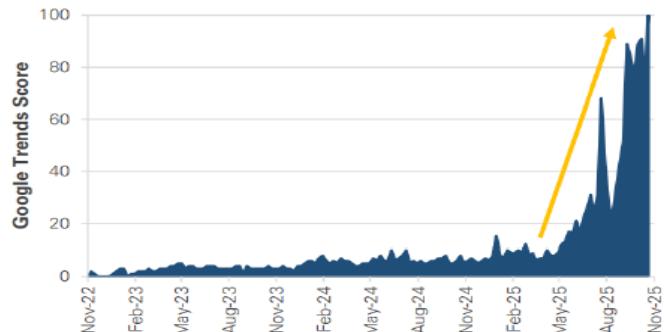


Las valoraciones están muy lejos de burbujas anteriores

| Ticker | Dec-99 | | Current | |
|--------------------|------------|-------------|---------------------|-------------|
| | Wgt in SPX | NTM P/E | Ticker | Wgt in SPX |
| Microsoft Corp. | 4.9% | 69 x | NVIDIA Corp. | 7.6% |
| Cisco Systems Inc. | 2.8 | 101 | Microsoft Corp. | 6.9 |
| Intel Corp. | 2.2 | 32 | Apple Inc. | 6.5 |
| Lucent Tech. Inc. | 1.9 | 49 | Alphabet Inc. | 2.5 |
| IBM Corp. | 1.6 | 28 | Amazon.com, Inc. | 3.9 |
| Time Warner Inc. | 1.4 | 217 | Meta Platforms Inc. | 2.9 |
| AT&T Inc. | 1.4 | 22 | Broadcom Inc. | 2.6 |
| AT&T Corp. | 1.3 | 24 | Tesla, Inc. | 1.7 |
| Oracle Corp. | 1.3 | 90 | Visa Inc. | 1.1 |
| WorldCom Inc. | 1.2 | 30 | Netflix, Inc. | 1.0 |
| Median | | 41 x | Median | 31 x |

Cuando todo el mundo espera una burbuja...

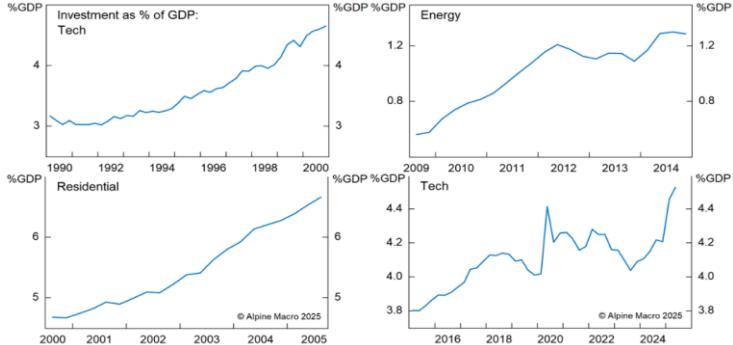
Figure 1: Google Search Trends Score: 'AI Bubble'



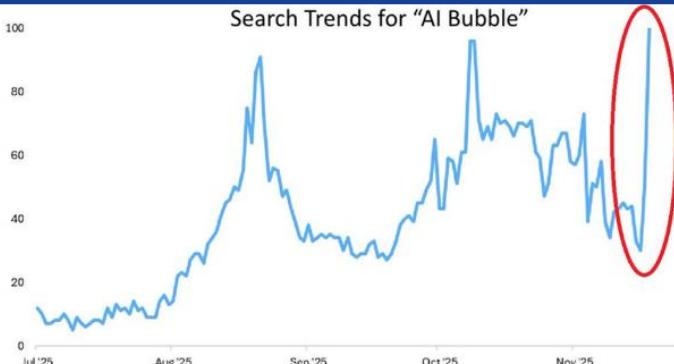
Fuente: MS, GS, Apollo, Google.

¿Estamos en una burbuja? Argumentos que abogan por burbuja

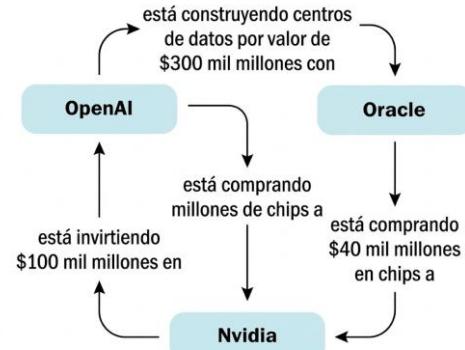
¿Se repite la historia?



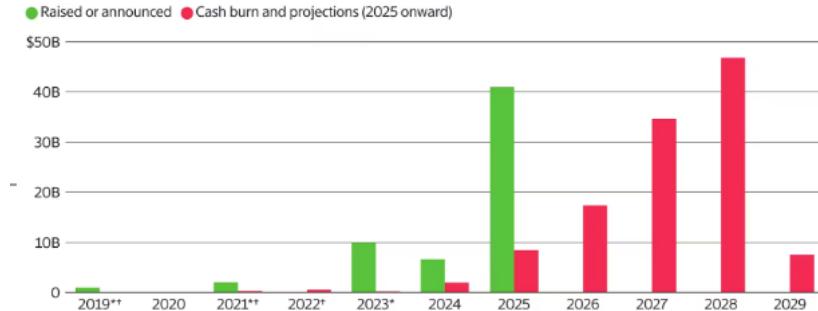
Preocupación generalizada por el sobrecalentamiento de las cotizaciones



La financiación de los proyectos es circular y poco clara



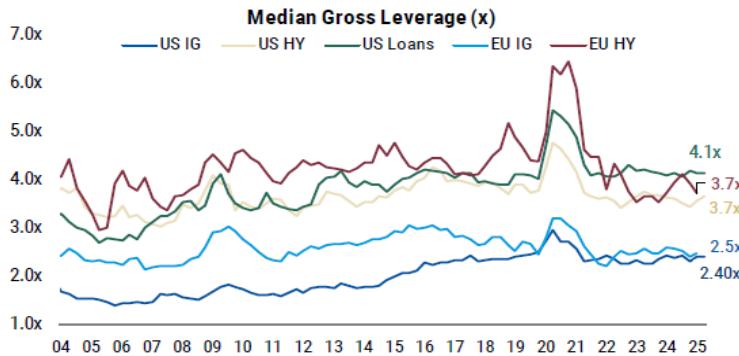
Senda financiera difícil para OpenAI sin financiación externa: ¿próxima OPV?



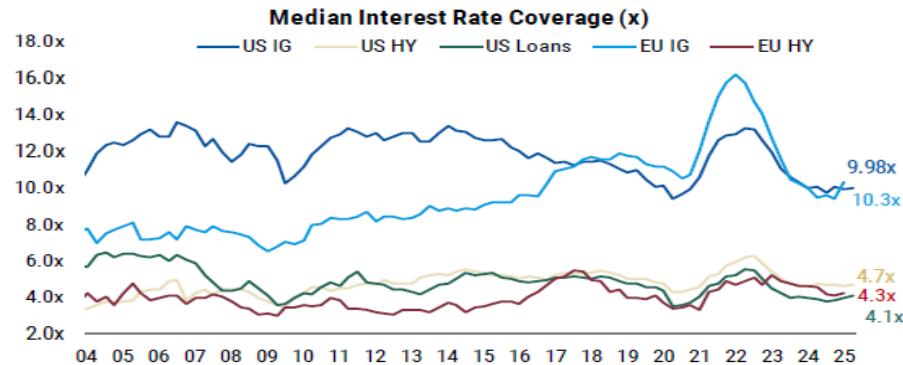
Fuente: Alpine, Google, The Information.

Fundamentales en forma de **deuda y coberturas razonables**, con colchones de liquidez elevados

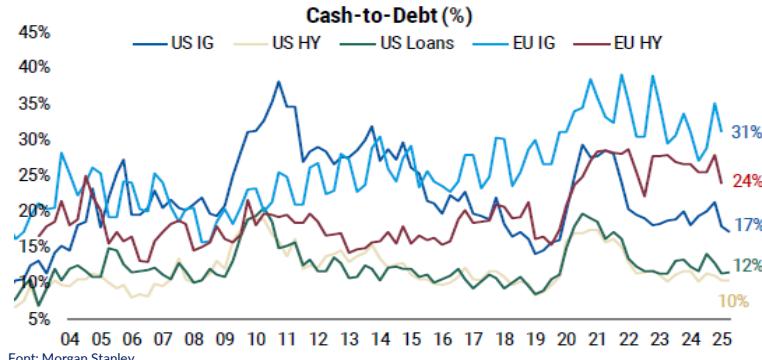
Apalancamiento neto - EUR Corporates IG (Deuda bruta/EBITDA)



Cobertura de intereses – US & EU Corporates



Liquidez - EUR Corporates IG (Caja/Deuda)



Las métricas crediticias continúan estabilizándose y mejorando, también en el caso de los emisores europeos, pero siempre cercanas a sus promedios históricos.

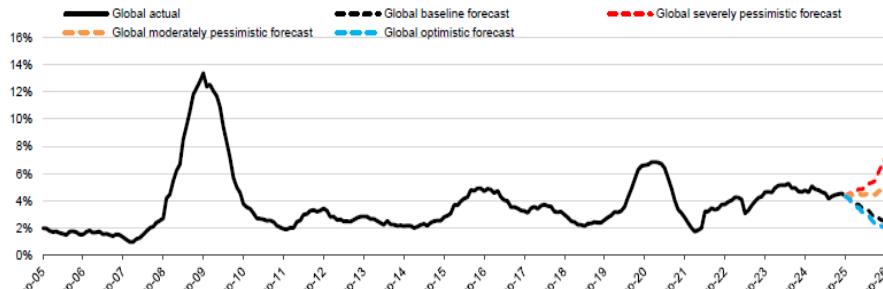
El apalancamiento se mantiene estable gracias a unos márgenes resilientes.

La cobertura de intereses se estabiliza alrededor de sus promedios históricos en EE. UU. y mejora en Europa dada la mejora en márgenes.

El colchón de caja, como porcentaje de la deuda, se mantiene por encima del promedio histórico, a pesar de la caída reciente por la estabilidad en el apalancamiento.

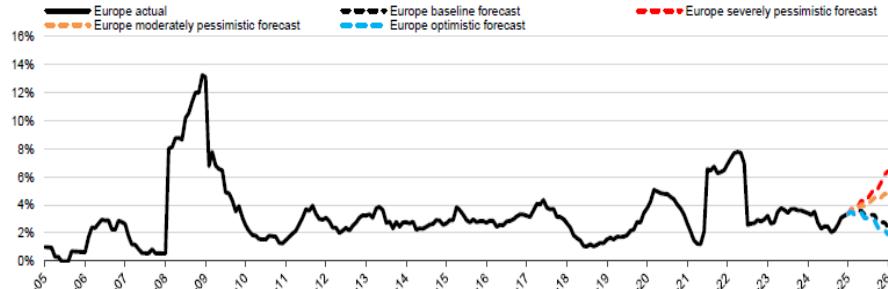
Fundamentales en forma de **tasas de quiebra** en niveles controlados y con previsiones de mejora

Porcentaje de defaults – HY Global



Fuentes : Moody's Ratings.

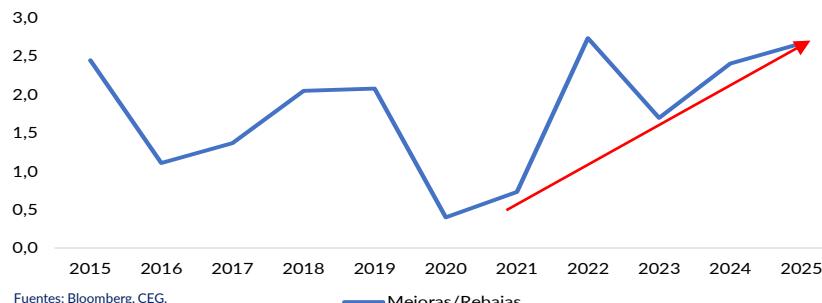
Porcentaje de *defaults* – HY Europeo



Fuentes : Moody's Ratings.

Rating upgrades vs. downgrades – IG Global

Credit Rating Upgrade/Downgrade Ratio (IG, Dev. Mkts)
S&P, Moody's, Fitch



Fuentes: Bloomberg, CEG.

— Mejoras/Rebajas

De la misma forma, los niveles de **default** se mantienen históricamente bajos a escala global, ligeramente por encima del 4 % anual, frente al 13 % registrado durante la crisis de 2008, con previsión de un descenso continuo. Las tasas de **default** son aún menores en Europa, ligeramente por encima del 3 %, y el escenario base indica que este indicador podría acercarse al 2 % hacia finales de 2026 en la región.

La ratio de **upgrades** sobre **downgrades** de calificaciones continúa reflejando mejoras en la calidad crediticia de los emisores, destacando la solvencia de sus balances y la solidez de sus operaciones.

Capex: atonía en la inversión general y clara orientación a la IA

Las perspectivas económicas mejoran claramente

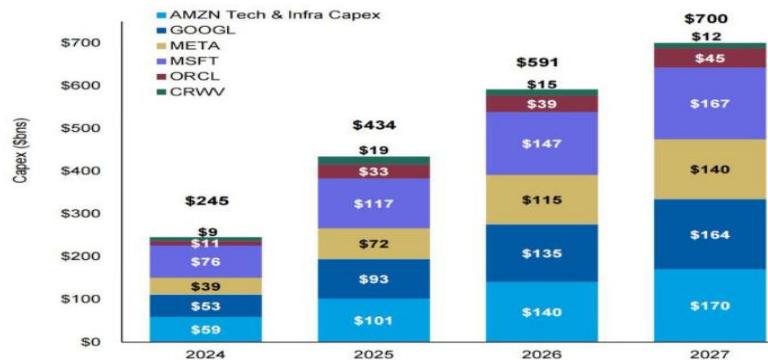


Lo que hace que los inversores empiecen a preocuparse por el nivel de inversión en IA



Fuente: BofA, FactSet.

El crecimiento del CapEx proviene exclusivamente de la cadena de valor de la IA (MSFT, AMZN, GOOGL y META)

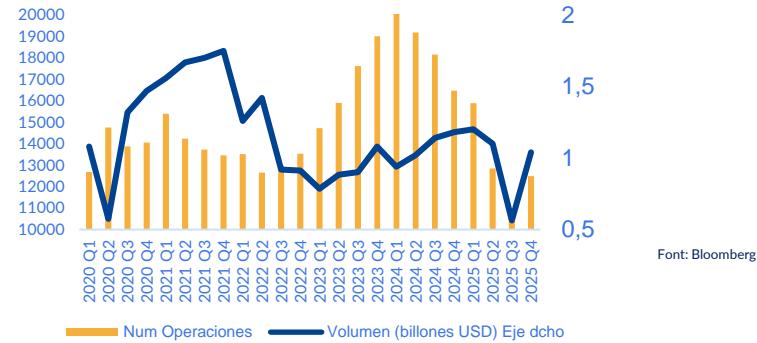


...por lo que los inversores demandan mayor remuneración al accionista si no encuentran proyectos rentables

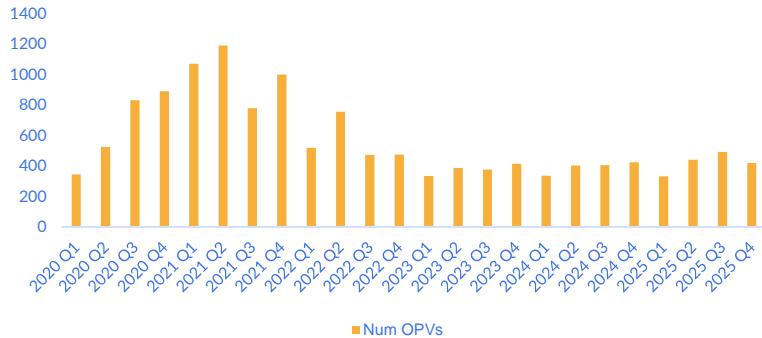


Actividad corporativa: M&A y OPV siguen sin acelerar a la espera de las grandes operaciones

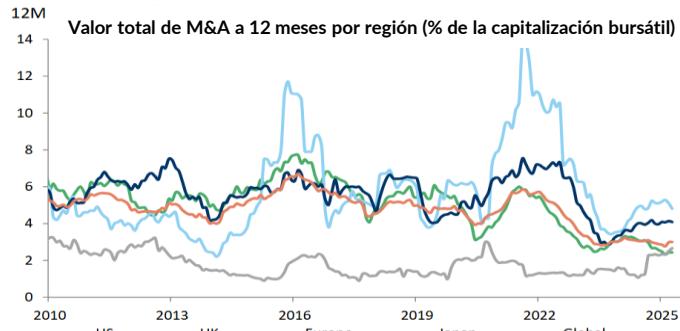
La operativa en fusiones y adquisiciones no acaba de traccionar...



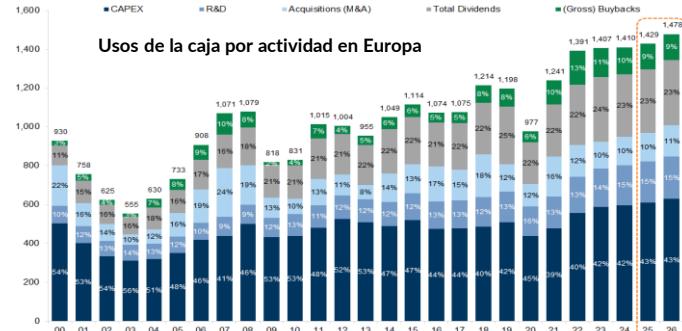
Con unos niveles de OPV aún presionados por la falta de acuerdo en la valoración entre vendedores e inversores



Los volúmenes globales se mantienen en niveles deprimidos...

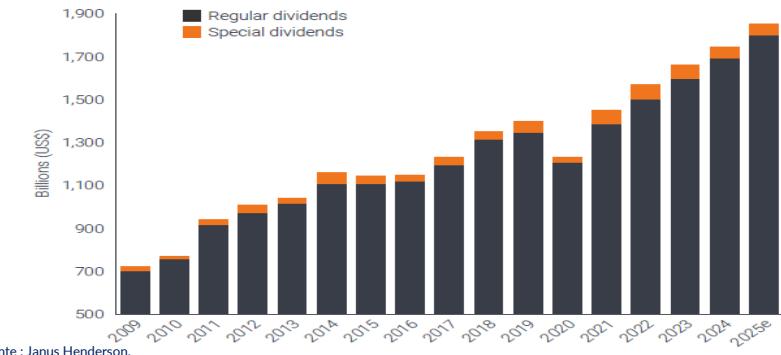


Europa ya solo destina un 10 % a M&A, frente al 15 % prepandemia



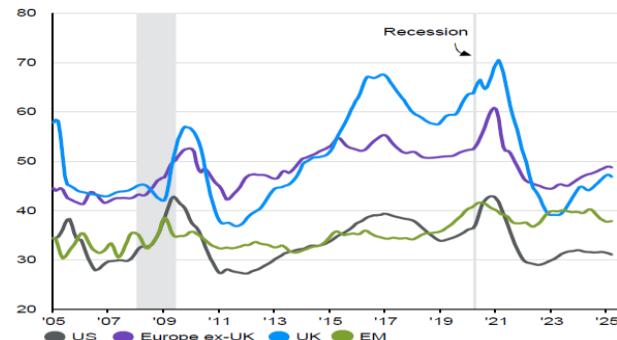
Remuneración al accionista: ante la falta de inversión, la disciplina corporativa se mantiene

Se espera un incremento del 5,1 % de los dividendos mundiales en 2025

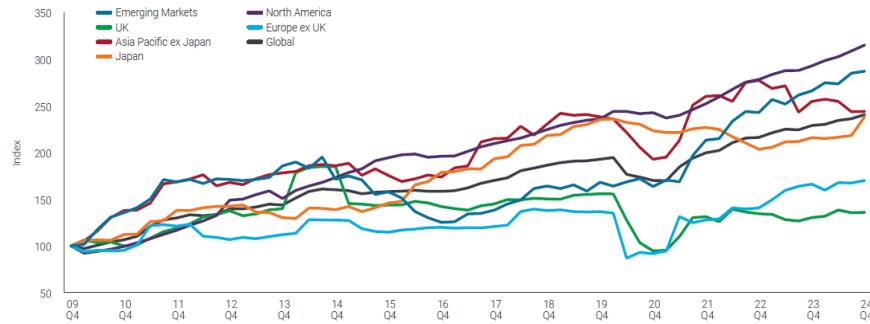


Fuente : Janus Henderson.

Dividendos y *payout ratios* (%), media móvil de 3 meses

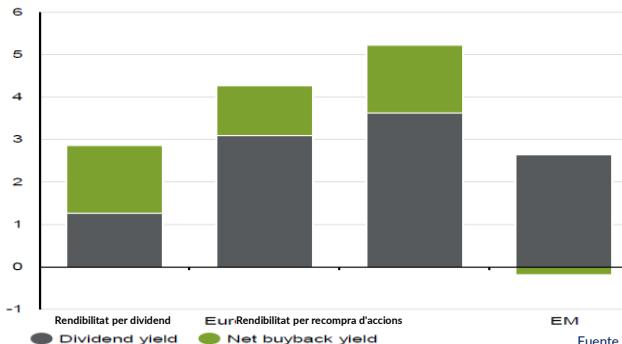


Aceleración del pago de dividendos ex Asia-Pacífico.
EE. UU., +8,7 %; Europa, +5,6 %; China, +17,8 %



Fuente : Janus Henderson.

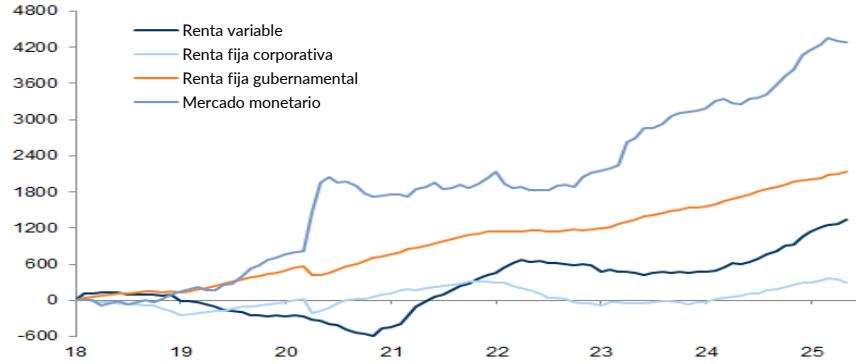
Rentabilidad por dividendo y recompra de acciones (%)



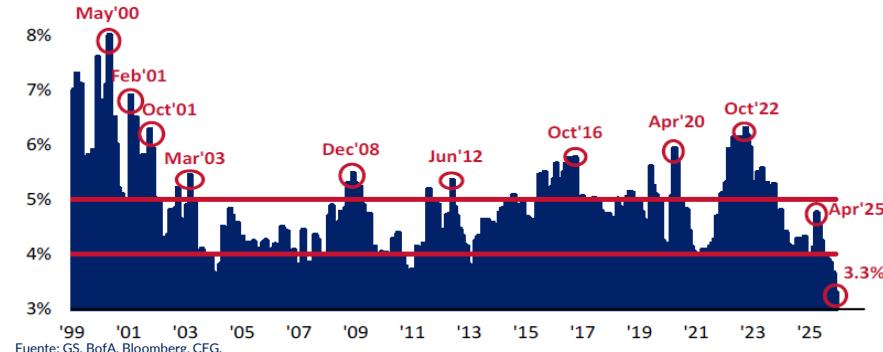
Fuente : JP Morgan.

Menor temor a la recesión, pero el posicionamiento más agresivo invita a mantener la **cautela a corto plazo**

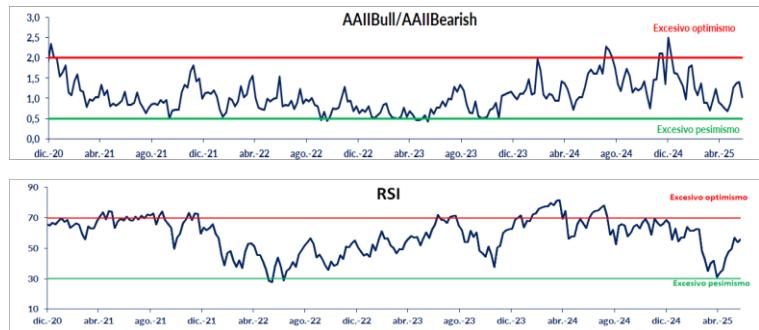
Evolución de los flujos de dinero acumulados por tipo de activo (millardos USD)



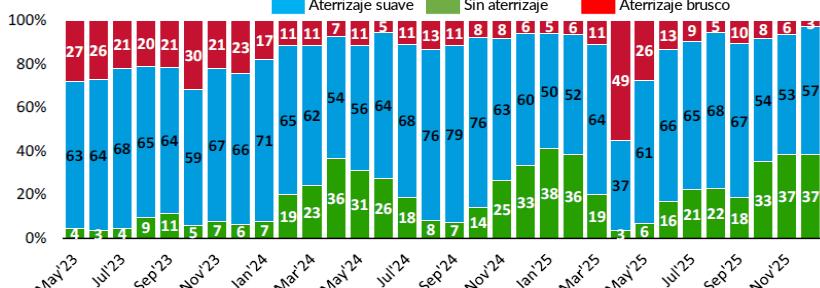
Niveles de liquidez ajustados, con poco margen para incrementar peso en activos de riesgo



Indicadores técnicos de mercado apuntan a una neutralidad a corto plazo

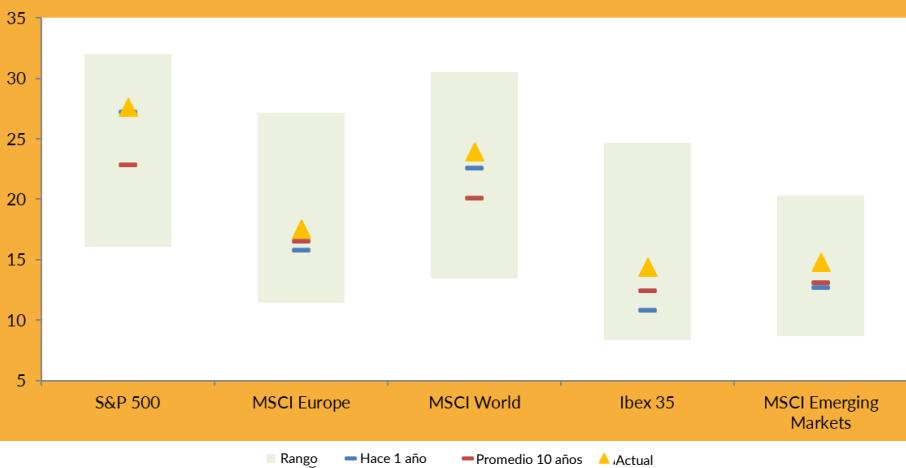


Las expectativas de recesión en los próximos 12 meses se mantienen moderadas



Valoraciones: en niveles exigentes, pero aún lejos de los máximos históricos

Precio sobre beneficios (PER, x)



Precio sobre valor contable (P/B, x)



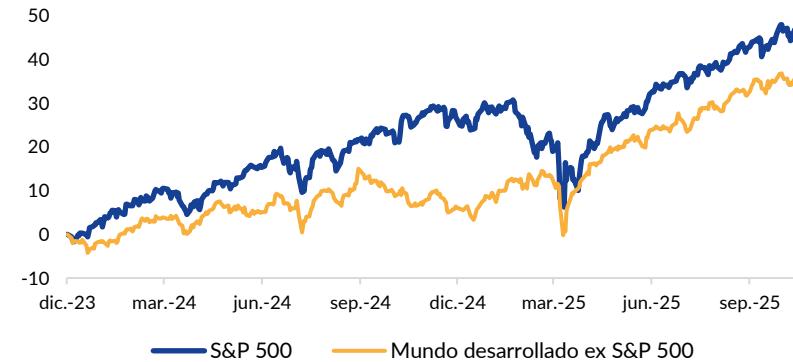
Font: Caixa Enginyers Gestió, Bloomberg (dades a desembre 2025).

Las compañías norteamericanas de gran capitalización mantienen su hegemonía

La evolución de los índices en EE. UU., muy dependientes del índice tecnológico



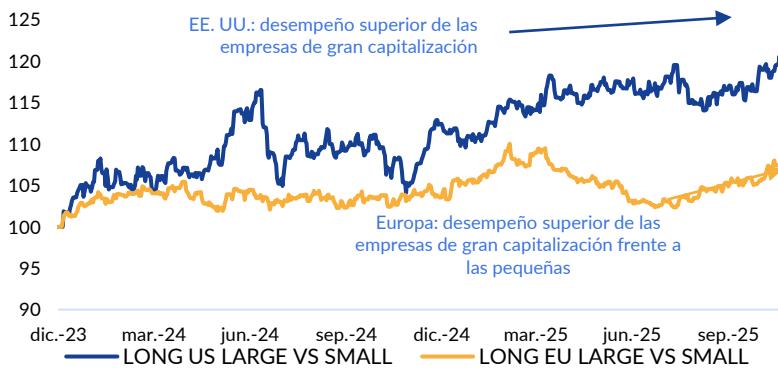
Divergencia entre EE. UU. y el resto del mundo



Divergencia entre el estilo valor y crecimiento entre Europa y EE. UU.



Y en un entorno de tipos elevados, las grandes empresas lideran las rentabilidades



Fuente: Bloomberg; elaboración propia (datos a 11/25).

ISR: entorno y tendencias

La sostenibilidad pierde foco frente a nuevas prioridades críticas: crecimiento, competitividad y defensa.

Entorno geopolítico complejo



Dispersión

- El mercado ya no recompensa el ASG *per se*. Se observa una elevada dispersión entre ganadores (infraestructura, nuclear y eficiencia energética) y perdedores (renovables no rentables). La gestión pasiva es peligrosa en este entorno.



Freno político y regulatorio

- El rechazo anti-ASG en EE. UU. contagia cautela a los gestores europeos.



Cambio de foco

- Del "verde puro" (artículo 9) hacia un enfoque "verde pragmático" y de transición (artículo 8 y nuevos artículos 7 de "transición").

Tendencias en renta variable



Ganadores

- **Eficiencia y redes:** gestión de energía y *utilities* reguladas.
- **Tecnología:** semiconductores ligados a la eficiencia energética.
- **Nuclear:** impulso clave por la demanda energética 24/7 de los centros de datos de IA y seguridad energética de la IA.



Retos en renovables

- Presión por la competencia china en precios y por unos tipos altos.
- Oportunidad: valoraciones atractivas tras la corrección reciente.



Resiliencia europea

- Mejor comportamiento gracias a la ponderación de industriales y financieros, que están financiando la transición.



Tendencias en renta fija



Mercado consolidado

- El saldo vivo de la deuda sostenible supera los 3 billones de dólares, con un volumen de emisión robusto de 467.000 millones de dólares en los primeros nueve meses de 2025.

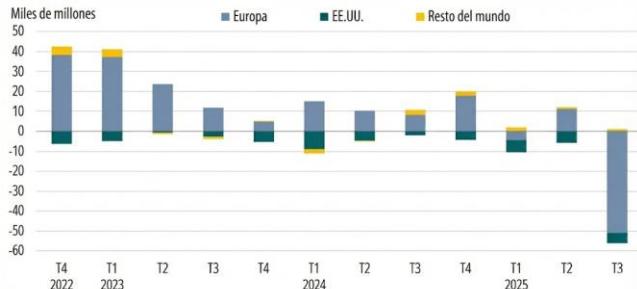


Flujos positivos

- Única clase de activo con entradas netas positivas globales en el 3T25 (12.500 millones de dólares).

ISR: continúa la atonía por los vehículos con temática ISR en 2025

Europa está cerca de cerrar su primer año con salidas netas. EE. UU. registró su 12.º trimestre consecutivo de salidas.



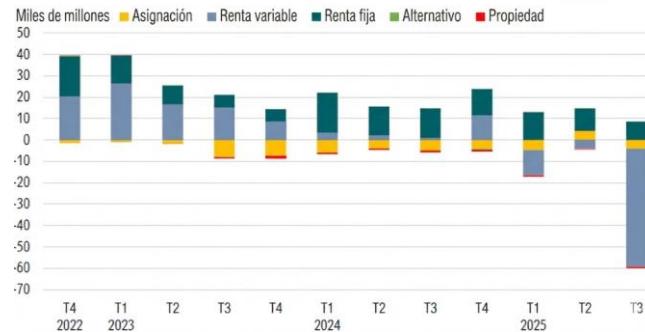
Datos distorsionados por una operación puntual. Un único gran fondo de pensiones reorganizó en el 3T25 su exposición ASG, canalizando 48.000 millones de dólares desde fondos ASG de BlackRock en el Reino Unido hacia mandatos ASG personalizados.

Europa concentra el 85 % de los activos en fondos sostenible, seguida de EE. UU. con un 10 %.



Font: Morningstar, 25 d'octubre del 2025.

La renta fija en Europa es la única clase de activo que captó suscripciones netas a escala global (12.500 millones de dólares).

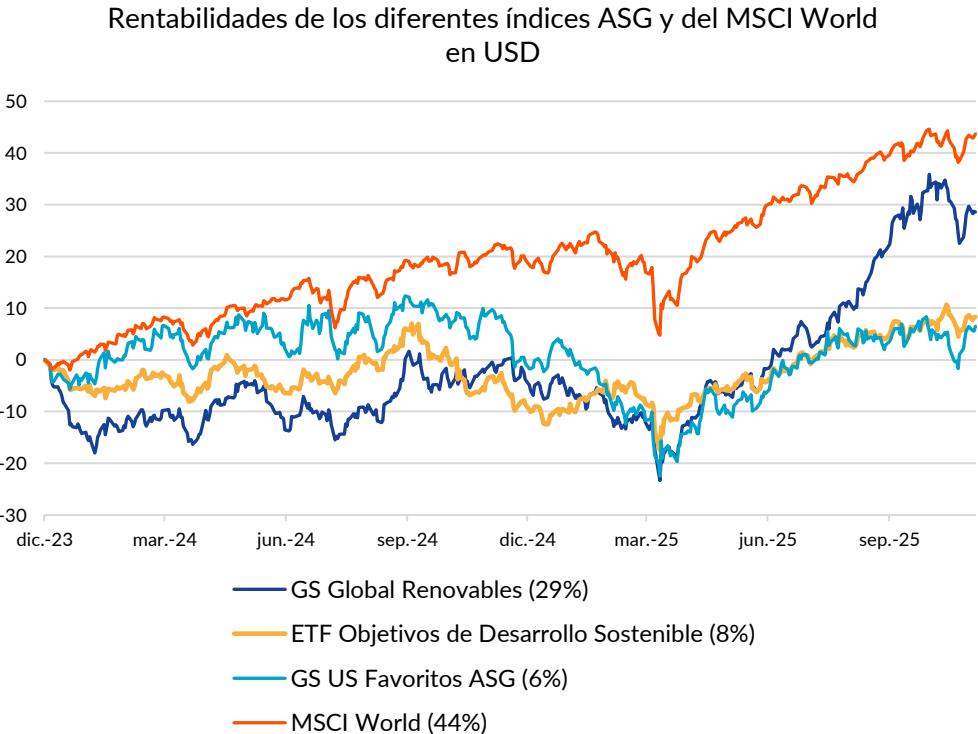


El desarrollo de productos siguió moderándose. En el 3T25 se lanzaron 26 nuevos fondos sostenibles a escala mundial.

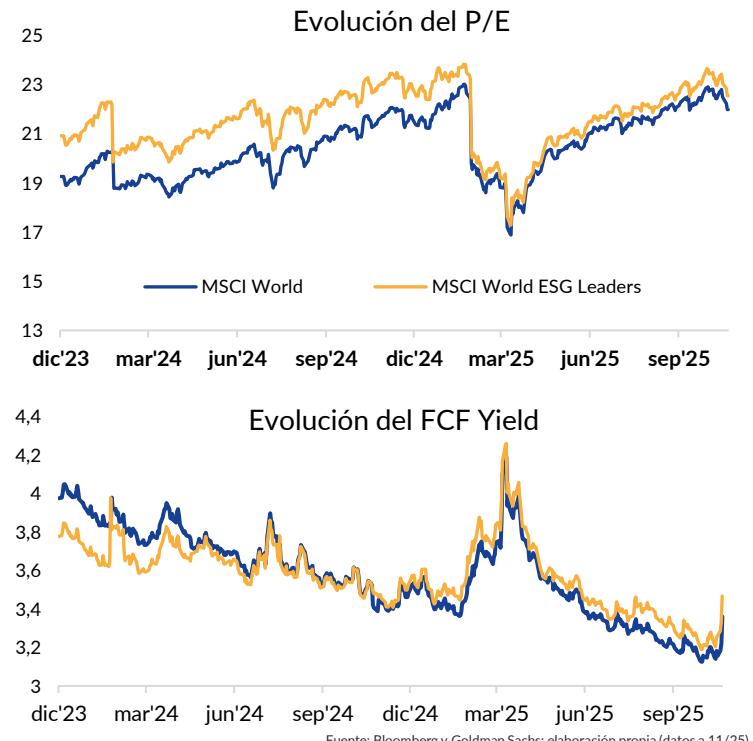


ISR: el desempeño de las compañías con foco en sostenibilidad sigue muy rezagado

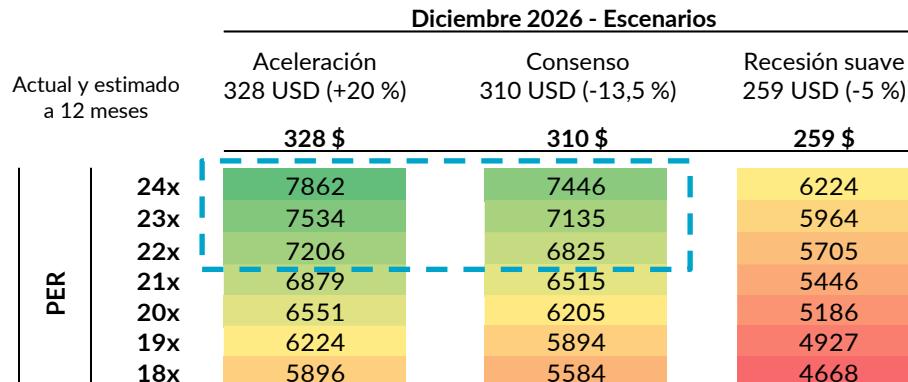
Los vehículos con temáticas ASG obtienen un peor desempeño relativo en los últimos 2 años, quedando lejos del MSCI World.



La prima de valoración ASG se ha diluido.



Perspectivas de la renta variable en EE. UU.



Fuente: Bloomberg; elaboración propia.

Previsiones CIG S&P 500 -2026 (Precio actual: 6.775)

| | |
|------------------------------------|-------|
| Crecimiento del BPA a 12 meses (%) | +17 % |
| PER actual (diciembre) | 22,0x |
| PER estimado a 12 meses* | 22,0x |
| Rentabilidad por dividendo | 1,2 % |

* El PER estimado a 12 meses refleja la ratio PER prevista para los siguientes doce meses, calculado a precios actuales del índice y bajo el supuesto de que se cumpla la estimación de crecimiento de los beneficios por acción (BPA).

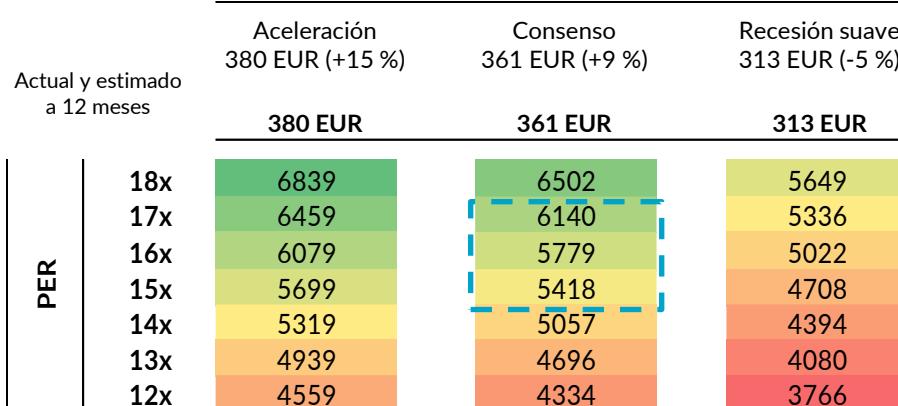
Catalizadores. El mercado estadounidense mantiene un apoyo sólido gracias a la combinación de un crecimiento económico resiliente y un proceso gradual de bajadas de tipos, que mejora las condiciones financieras y el apetito por el riesgo. La inversión en inteligencia artificial sigue impulsando el CapEx y la productividad, con efectos que comienzan a extenderse más allá de las grandes tecnológicas. A ello se suman políticas fiscales aún favorables para empresas y hogares, niveles elevados de recompras de acciones y unos beneficios que, aunque normalizan su ritmo, continúan creciendo. La mejora de la amplitud sectorial reduce la dependencia de un número limitado de valores líderes.

Valoraciones. El PER estimado por el consenso a 12 meses del S&P 500 se sitúa un 16 % por encima de su promedio a 10 años.

Perspectivas. De cara a 2026 se dibuja un entorno constructivo, con crecimiento moderado, inflación más contenida y una política monetaria menos restrictiva. Los retornos deberían ser más equilibrados y selectivos, apoyados en la evolución de los beneficios y en una mayor diversificación sectorial, evitando excesos de valoración.



Diciembre 2026 - Escenarios



Fuente: Bloomberg; elaboración propia.

Previsiones CIG Euro Stoxx - 2026 (Precio actual: 5.740)

Crecimiento del BPA a 12 meses (%) +7 %

PER actual (diciembre) 15,9x

PER estimado a 12 meses* 16x

Rentabilidad por dividendo 2,8 %

* El PER estimado a 12 meses refleja la ratio PER prevista para los siguientes doce meses, calculado a precios actuales del índice y bajo el supuesto de que se cumpla la estimación de crecimiento de los beneficios por acción (BPA).

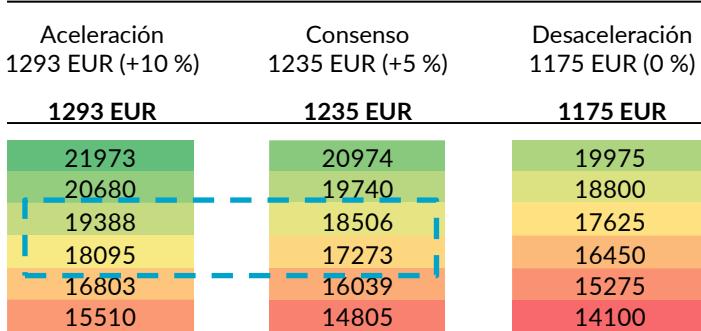
Catalizadores. El mercado europeo se mueve en un entorno de mayor estabilidad macroeconómica, con inflación en moderación y una política monetaria que avanza hacia un tono más acomodaticio. El apoyo fiscal en varios países, centrado en inversión pública, infraestructuras, defensa y transición energética, sigue sosteniendo el ciclo. El avance del SIU, orientado a una mayor integración financiera y de mercados de capitales en la UE, refuerza el marco estructural a medio plazo. Además, un posible escenario de desescalada o fin de la guerra en Ucrania constituiría un factor relevante de normalización, reduciendo la incertidumbre y favoreciendo la confianza económica.

Valoraciones. El PER estimado por el consenso a 12 meses del Euro Stoxx 50 se sitúa un 14 % por encima de su promedio a 10 años.

Perspectivas. En 2026, el escenario es moderadamente favorable, con menor presión inflacionista, políticas económicas más acomodaticias y avances institucionales en Europa. Si se consolida una mayor estabilidad geopolítica, el entorno podría apoyar una evolución positiva y sostenida de los mercados.



Diciembre 2026 - Escenarios



Fuente: Bloomberg; elaboración propia.

Previsiones CIG IBEX 35 – 2026 (Precio actual: 17.095 €)

Crecimiento del BPA a 12 meses (%) +7 %

PER actual (diciembre) 14,5x

PER estimado a 12 meses* 13,5x

Rentabilidad por dividendo 3,28 %

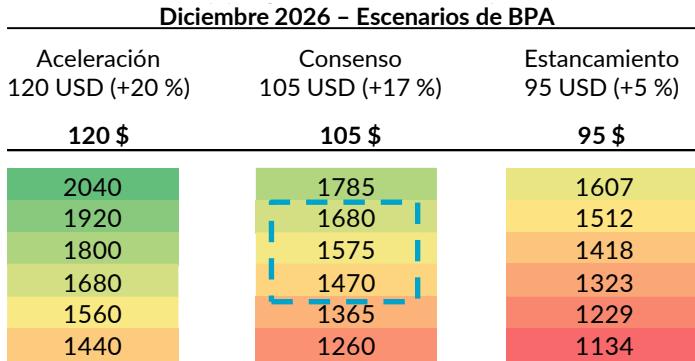
* El PER estimado a 12 meses refleja la ratio PER prevista para los siguientes doce meses, calculado a precios actuales del índice y bajo el supuesto de que se cumpla la estimación de crecimiento de los beneficios por acción (BPA).

Catalizadores. La economía española actúa como una locomotora, beneficiada por el auge del turismo y su impacto en el sector servicios. No obstante, una vez confirmado el punto de inflexión en política monetaria, será necesario estar atentos a la velocidad de las próximas decisiones y a su impacto en la composición sectorial del mercado español, dado su fuerte vínculo a los tipos de interés a través del sector financiero.

Valoraciones. El IBEX 35 cotiza por debajo del resto de índices europeos y de sus promedios históricos, lo que no refleja la solidez de sus beneficios, por lo que podría seguir registrando alzas en los niveles. Los riesgos parecen bien balanceados para 2026, tanto por el lado financiero como en otros sectores de peso significativo, como el energético.

Perspectivas. Tras ser uno de los mejores selectivos en los últimos años, el índice español podría seguir mostrando cierta solvencia si se mantiene el actual entorno económico, siempre que la economía global no entre en un proceso de desaceleración. Las bajas expectativas de los inversores y su liviano posicionamiento podrían ayudar en este sentido. Se mantiene

Perspectivas de la renta variable en **emergentes**



Fuente: Bloomberg; elaboración propia.

Previsiones CIG MSCI EM – 2026 (Precio actual: 1.385)

Crecimiento del BPA a 12 meses (%) +10 %

PER actual (diciembre) 15,5x

PER estimado a 12 meses* 14x

Rentabilidad por dividendo 2,38 %

* El PER estimado a 12 meses refleja la ratio PER prevista para los siguientes doce meses, calculado a precios actuales del índice y bajo el supuesto de que se cumpla la estimación de crecimiento de los beneficios por acción (BPA).

Catalizadores. Todas las miradas seguirán centradas en cómo la administración Trump 2.0 abordará las negociaciones comerciales con sus diferentes socios, principalmente China, si bien la proximidad de las *midterms* podría suponer un cierto alivio temporal. Además, habrá que ver en qué medida China consigue resolver sus problemas idiosincráticos y medir cómo otros países de Asia y Latinoamérica luchan frente a un peor entorno fiscal.

Valoraciones. El MSCI Emerging Markets cotiza por encima de sus múltiplos históricos y frente a otras economías desarrolladas, excluyendo EE. UU., debido a las fuertes perspectivas de crecimiento de los analistas. Aunque hasta la fecha estas no se han cumplido, las perspectivas se mantienen más optimistas que nunca.

Perspectivas. Más allá de los efectos de las negociaciones comerciales con EE. UU., los índices emergentes, muy dependientes de la evolución de compañías indias y chinas, deberán acelerar el crecimiento de sus BPA si quieren mantener su trayectoria positiva en 2026. Se mantiene la preferencia por compañías de gran capitalización y por países asiáticos, excluyendo China.

DISCLAIMER

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025, y 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.

El presente documento constituye un informe de inversión elaborado por el Departamento de Mercado de Capitales de CAJA INGENIEROS, con fines meramente informativos, de conformidad con las normas de conducta aplicables a los servicios de inversión en España.

El informe se ha realizado con el objetivo de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de su emisión, y está sujeto a cambios sin previo aviso. Aunque la información se basa en fuentes consideradas como fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de su seguridad.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que CAJA INGENIEROS podrá facilitar durante la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, los destinatarios deben considerar dicha información adicional de manera coherente con su contenido.

El contenido de los informes no constituye, en ningún caso, una oferta ni recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros mencionados pueden no ser adecuados para sus objetivos de inversión, por lo que debe tomar sus propias decisiones de inversión. En este sentido, CAJA INGENIEROS no se responsabiliza del mal uso de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones basándose en las valoraciones y opiniones recogidas en los informes.

En ningún caso, la información contenida en este documento se basará en consideraciones de las circunstancias personales de los destinatarios, ni constituirá una recomendación personalizada para realizar la compra, venta, suscripción, canje, reembolso o el mantenimiento o aseguramiento de un instrumento financiero específico. Tampoco servirá de orientación para ejercer o no cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para la compra, venta, suscripción, canje o reembolso de este. Se trata únicamente de una información orientativa general.

En cuanto a los precios objetivos que se puedan derivar del análisis efectuado por el Departamento de Mercado de Capitales de CAJA INGENIEROS, estos están sujetos a criterios de análisis fundamental y técnico, ponderando en cada caso los métodos que, según su opinión, se adecuan mejor a cada compañía en particular. Salvo indicación expresa en contrario, todos los precios objetivos se fijan con un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización, ni deben entenderse como indicaciones o recomendaciones de inversión.

La información contenida en el presente informe 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.

El sistema retributivo de los analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos por el Grupo CAJA INGENIEROS durante el ejercicio económico. En ningún caso, la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en el presente informe ni al sentido de las recomendaciones que se detallan en él.

Los miembros del Departamento de Mercado de Capitales de CAJA INGENIEROS podrán poseer, a título personal, acciones de algunas de las compañías mencionadas en los informes o de sus filiales y participadas.



www.cajaingenieros.es