



INFORME ANUAL 2026

El precio de la certeza

DICIEMBRE 2025



En Beyond Wealth creemos que la riqueza no se mide en cifras, sino en decisiones.

Decisiones que trascienden generaciones, que combinan prudencia y ambición, que construyen legado.

Nuestro oficio no es anticipar el próximo movimiento de los mercados, sino dar continuidad a lo que perdura.

Durante años, el mundo vivió bajo un equilibrio inusual: dinero sin coste, liquidez sin límites, riesgo sin castigo. Ese tiempo ha terminado. La inversión vuelve a exigir análisis, disciplina y visión. Las carteras deben adaptarse a un nuevo entorno, más exigente, más real y, en cierto modo, más sano.

En este contexto, reafirmamos nuestra vocación: gestionar patrimonios con una mirada intergeneracional, acompañando a las familias en la tarea más compleja de todas: preservar la libertad que ofrece el capital sin perder el propósito que le da sentido.

Creemos en la gestión paciente, en la consistencia como forma de rentabilidad y en el equilibrio entre innovación y prudencia. No buscamos acertar en cada ciclo, sino mantener el rumbo a lo largo de todos ellos.

Nuestro compromiso es con el tiempo, no con la urgencia.

Con la calidad, no con la cantidad.

Con la continuidad, no con la coyuntura.

En Beyond Wealth, cada decisión se toma con un principio en mente:

**El valor de la certeza
no está en anticipar el futuro,
sino en construir estructuras
que lo resistan.**

CARTA DEL CIO

EL PRECIO DE LA CERTEZA

Hace un año, un cliente me planteó una pregunta que aún resuena:
“¿Qué harías diferente si este patrimonio tuviera que durar cien años?”
La respuesta fue inmediata: casi todo.

La gestión patrimonial suele pensarse en horizontes de tres o cinco años, pero los patrimonios familiares no se miden en ciclos financieros, sino en generaciones. Lo que hoy definimos como rentabilidad será, para quienes vengan después, parte de su legado. Por eso, 2026 no lo vemos como un punto más del calendario, sino como el inicio de una etapa en la que **el tiempo vuelve a tener precio y el riesgo vuelve a tener sentido**.

Durante la última década, los mercados crecieron sobre una base de liquidez abundante, tipos cero y una búsqueda incesante de rentabilidad en cualquier lugar. Ese entorno ha terminado. El mundo ha recuperado la normalidad: **crecimiento moderado, inflación controlada y deuda más alta**. Es un contexto que exige **disciplina, selectividad y propósito**.

En Beyond Wealth creemos que la inversión ha dejado de ser una cuestión de velocidad para convertirse en un ejercicio de coherencia. La nueva normalidad no premia al que más se mueve, sino al que mejor entiende dónde quiere llegar. En un mundo donde la liquidez ya no protege, la paciencia vuelve a ser una ventaja competitiva. La gestión patrimonial es, de nuevo, una cuestión de principios: de entender que el riesgo no se elimina, se gestiona, que la diversificación es **una arquitectura del tiempo** y que el crecimiento solo tiene valor cuando es sostenible.

Nuestra estrategia para 2026 parte de una convicción: **la estabilidad no se encuentra, se construye**. Por eso mantenemos una exposición equilibrada al crecimiento —a través de renta variable y mercados privados—, complementada con fuentes estables de flujo —crédito, renta fija e infraestructuras— y anclas de preservación de valor —oro y activos reales—.

No perseguimos rentabilidades excepcionales, sino consistentes. No buscamos predecir el ciclo, sino **estar preparados para vivir en él**. **El precio de la certeza es el tiempo**, y el tiempo bien gestionado es el activo más valioso que tiene un inversor.

Nuestro compromiso es acompañar ese proceso: transformar la gestión de capital en gestión de propósito, y hacer que cada decisión financiera tenga sentido más allá del mercado.



Nicolás Pérez de la Blanca Burgos
Global Chief Investment Officer



Carmen Gutiérrez Smith
Global Head Beyond Wealth



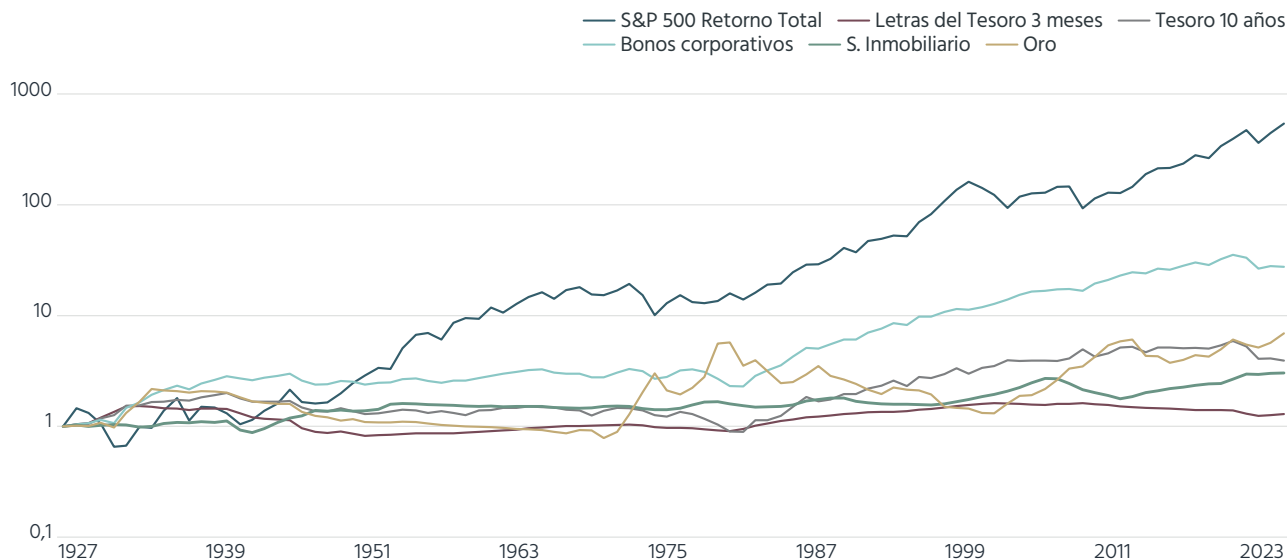
ÍNDICE

Introducción	6
Los gráficos clave del nuevo régimen	6
Hipótesis clave	8
Resumen ejecutivo del posicionamiento estratégico	10
Visión Global	11
01. Macroeconomía	12
Entorno económico regional	13
Bancos centrales y tipos de interés	21
02. Clases de activo	28
Crédito	29
Renta variable	35
Mercados Privados	42
Commodities y divisas	46
03. Arquitectura de la cartera	52
04. Temáticas Beyond Wealth	58
05. Conclusión	64

LOS GRÁFICOS CLAVE DEL NUEVO RÉGIMEN

El tiempo revela el valor real del riesgo

Casi un siglo de datos demuestra que el crecimiento patrimonial proviene de activos que combinan riesgo productivo y permanencia.

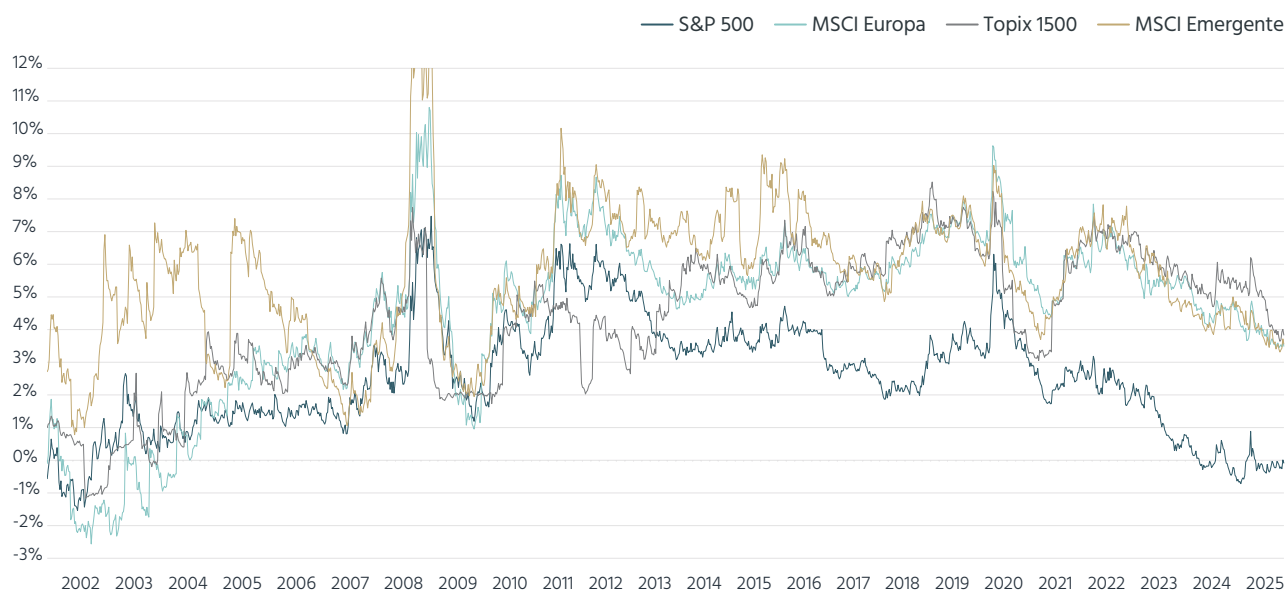


Fuente: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

**El largo plazo no premia la liquidez, premia la coherencia:
el retorno real surge del riesgo bien asumido y del capital paciente.**

El precio del crecimiento: valoraciones en un mundo disperso

Las diferencias en earning yield reflejan un ciclo más maduro en EE. UU., valor en Europa y potencial de convergencia en los mercados emergentes.

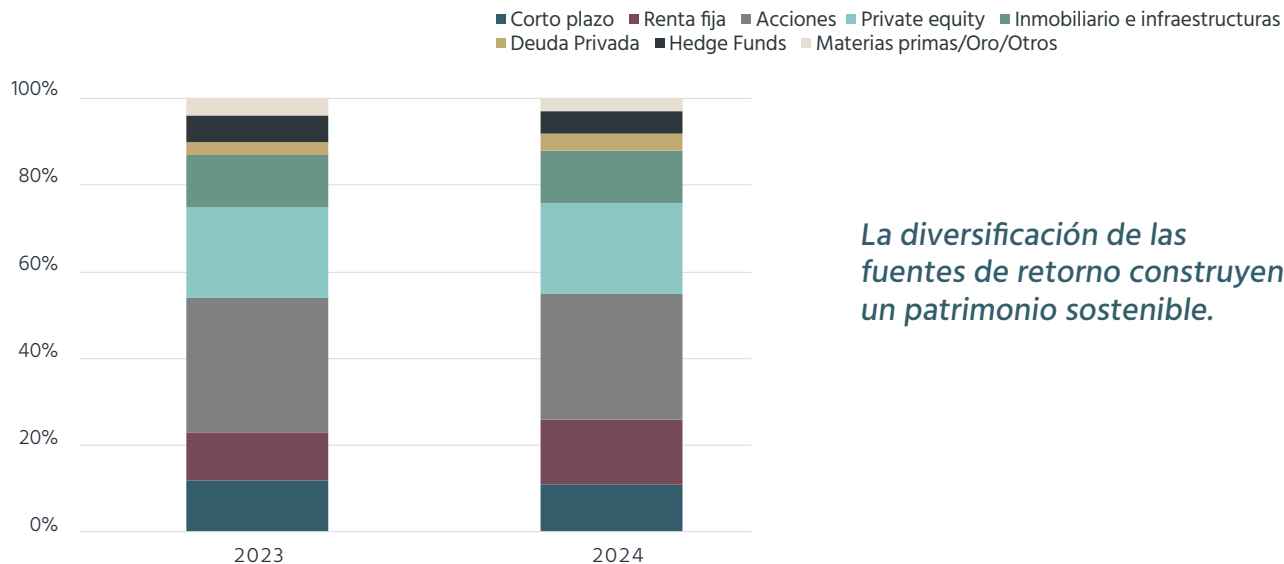


Fuente: Bloomberg, Noviembre 2025

**La rentabilidad futura dependerá
menos del impulso y más de la selectividad:
no todo crecimiento vale lo mismo.**

La arquitectura patrimonial moderna: del 60/40 al capital paciente

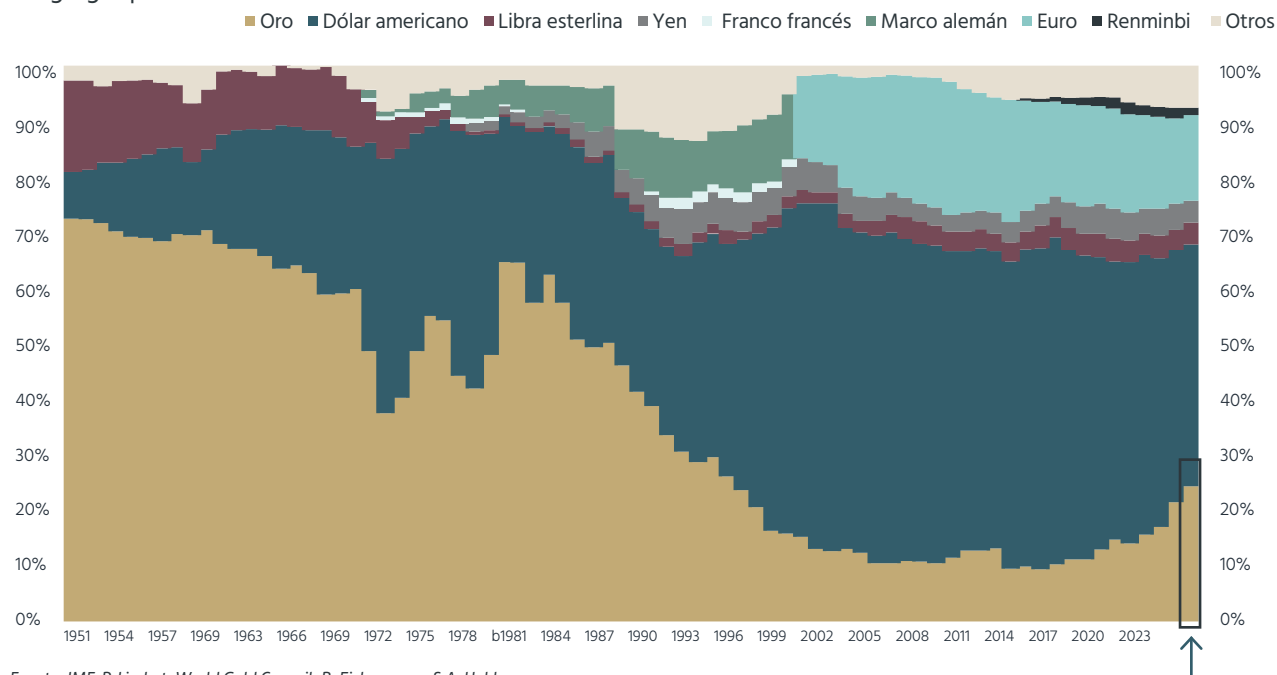
Los family offices globales consolidan los mercados privados como núcleo de su asignación estratégica.



Fuente: Informes de Family Office de GS, Citi, JPM y UBS

Oro: la moneda silenciosa de la estabilidad global

Los bancos centrales incrementan sus reservas en oro como cobertura frente a deuda, inflación y riesgo geopolítico.



Fuente: IMF, P. Lindert, World Gold Council, B. Eichengreen & A. Hehl

*En un mundo de deuda récord,
el oro vuelve a ser el activo sin
contraparte.*

El informe *Beyond Wealth 2026* se apoya en diez hipótesis estratégicas que definen el nuevo equilibrio económico global. Tras más de una década de políticas extraordinarias, el ciclo entra en una etapa de madurez en la que el crecimiento vuelve a depender de fundamentos reales, la disciplina fiscal recupera protagonismo y los tipos reales positivos se consolidan como el nuevo marco de referencia.

Estas hipótesis no son previsiones tácticas ni escenarios de corto plazo, sino **los principios estructurales sobre los que construimos la gestión patrimonial a largo plazo**. Representan la arquitectura de convicciones que guía nuestras decisiones: calidad sobre complacencia, selectividad sobre inercia y coherencia sobre velocidad. En un mundo donde el precio del riesgo vuelve a importar, estas diez hipótesis definen la hoja de ruta para proteger y hacer crecer el patrimonio con sentido intergeneracional.

El nuevo ciclo no se define por la expansión, sino por la coherencia.

HIPÓTESIS CLAVE

1.

La economía global entra en una fase de crecimiento más lento, pero más equilibrado.

El ciclo ya no depende del estímulo, sino de la productividad y la disciplina.

2.

La desinflación continúa, pero los bancos centrales mantienen políticas prudentes.

El objetivo no es estimular, sino preservar credibilidad.

3.

Los tipos reales positivos se consolidan como el nuevo marco de referencia.

El dinero vuelve a tener precio y el coste del capital importa de nuevo.

4.

La deuda global¹ —superior al 90 % del PIB mundial— impone disciplina fiscal estructural.

El margen de política se estrecha y la sostenibilidad vuelve al centro del debate.

5.

El crecimiento vuelve a depender de la productividad y de la inversión, no del estímulo.

Tecnología, eficiencia y capital disciplinado definen el nuevo ciclo.

6.

Estados Unidos mantiene el liderazgo; Europa ofrece estabilidad; los emergentes aportan dinamismo.

Un mundo menos sincronizado, pero más equilibrado entre regiones.

7.

La política fiscal deja de ser expansiva y se orienta a sostenibilidad y eficiencia.

Los gobiernos deben priorizar inversión productiva y consolidación.

8.

La multipolaridad redefine los flujos de capital y el comercio internacional.

El mapa económico se fragmenta, pero también se diversifica.

9.

Los activos reales y la innovación ganan peso estructural en las carteras.

Infraestructuras, energía, digitalización y capital productivo sustituyen a la liquidez.

10.

La rentabilidad de largo plazo se construye sobre calidad, selección y tiempo.

La disciplina y la coherencia son la fuente de “alpha” patrimonial.

¹ Fuente: IMF Global Debt Database

RESUMEN EJECUTIVO DEL POSICIONAMIENTO ESTRATÉGICO

1 Horizonte de inversión

- Visión intergeneracional: coherencia, disciplina y tiempo.
- Carteras diseñadas para resistir ciclos, no anticiparlos.

2 Renta Variable

Motor de crecimiento

- Mayor peso estructural en cartera.
- EE. UU.: liderazgo e innovación, valoraciones exigentes. Foco en calidad y selectividad.
- Europa: punto de valor.
- Emergentes: crecimiento marginal y diversificación estructural.

3 Mercados Privados

Capital paciente

- Pilar estructural del patrimonio.
- Estrategias clave 2026: secundarios, Private Credit y Real Estate.
- Selección de gestores: determinante en la dispersión de resultados.
- Fuente de rentabilidad real cuando los mercados líquidos se moderan.

4 Renta Fija y Crédito

Fuente de estabilidad

- Duración media (5–6 años); evitar tramos largos por riesgo fiscal.
- Preferencia por crédito de alta calidad y private credit.
- Crédito emergente USD (Latam) como oportunidad selectiva.
- El carry será el motor del retorno en 2026.

5 Activos Reales y Oro

Preservación de valor

- Oro estructural (3–5 %) como cobertura ante riesgo fiscal.
- Infraestructuras y real assets: rentabilidad real e inflación implícita.
- Exposición a transición energética y economía tangible.

6 Divisas

Equilibrio monetario

- Dólar: eje de liquidez global.
- Euro: divisa de estabilidad y disciplina.
- EM FX: uso táctico y selectivo.
- Dólar operativo, euro estable.

7 Estructura de cartera

- 60–65 % activos de crecimiento.
- 25–30 % activos de flujo y estabilidad.
- 10 % activos reales y liquidez estratégica.
- Arquitectura diseñada para un régimen de tipos reales positivos.

8 Principio rector

Fuente de estabilidad

- Disciplina, calidad y coherencia.
- El riesgo solo se asume donde se paga adecuadamente.

VISIÓN GLOBAL: UN NUEVO EQUILIBRIO

El mundo entra en 2026 dejando definitivamente atrás la era de la expansión inercial. Durante más de una década, la economía global vivió bajo políticas extraordinarias, tipos artificialmente bajos y estímulos fiscales que distorsionaron el precio real del dinero. Esa etapa ha llegado a su fin.

La nueva normalidad no es de euforia ni de crisis, sino de ajuste y disciplina: un equilibrio más exigente en el que el crecimiento se apoya en la productividad, la sostenibilidad fiscal y una gestión prudente del capital.

El crecimiento global¹ se mantiene moderado, cerca del 3%, impulsado por la solidez del empleo en las economías desarrolladas y por el dinamismo de Asia. La inflación converge gradualmente hacia los objetivos de los bancos centrales, aunque persiste en servicios y salarios. La energía se estabiliza, las cadenas de suministro han normalizado su funcionamiento y los balances públicos afrontan ahora el reto de la consolidación. La década que comienza será menos la de los estímulos y más la del realismo económico.

La deuda global², que supera el 90% del PIB mundial, se convierte en la variable que condicionará la política económica de los próximos años. Las economías desarrolladas deberán equilibrar crecimiento y consolidación fiscal, mientras que los mercados emergentes —tras años de disciplina monetaria— llegan con márgenes de actuación más amplios y credibilidad reforzada. El resultado es un mapa económico menos sincronizado, pero más equilibrado: los desequilibrios se reducen y el crecimiento se reparte entre regiones.

En Estados Unidos, el ciclo entra en una fase de madurez. El crecimiento³ se estabiliza cerca del 2%, la inflación³ ronda el 3% y la productividad³ vuelve a ser el eje de la expansión. Las empresas han aprendido a operar con costes financieros más altos y márgenes más ajustados, lo que mantiene la economía en equilibrio y sin excesos. El país conserva su liderazgo estructural gracias a la innovación, la inversión tecnológica y un mercado laboral flexible.

Europa, por su parte, avanza en una senda más lenta pero coherente. El crecimiento se apoya en el consumo, en la inversión pública ligada a la transición energética y en la nacionalización fiscal. Las diferencias entre países persisten, pero el continente ha recuperado previsibilidad. La inflación se modera y el euro se reafirma como símbolo de estabilidad y disciplina institucional.

Los mercados emergentes⁴ retoman protagonismo. Asia continúa liderando el crecimiento global, con India consolidándose como motor de expansión y China avanzando hacia un modelo más equilibrado basado en consumo e innovación. En Latinoamérica, la ortodoxia monetaria y la mejora de los marcos fiscales han reforzado la resiliencia. Brasil y México destacan como polos de estabilidad, mientras el resto de la región busca consolidar su recuperación.

El panorama de 2026 no se define por la velocidad, sino por la consistencia. Las economías han entrado en un régimen en el que el capital vuelve a tener coste, la productividad vuelve a importar y el tiempo vuelve a ser un factor determinante del valor. Este entorno no elimina la incertidumbre, pero la vuelve gestionable. La rentabilidad dependerá menos de la expansión del riesgo y más de la capacidad de adaptarse a un mundo que premia la coherencia.

¹ Fuente: IMF World Economic Outlook (WEO) 2024

² Fuente: IMF Global Debt Database

³ Fuente: BEA / BLS (EE. UU.); Fed projections; consenso Bloomberg

⁴ Fuente: Bancos centrales locales (Banco Central do Brasil, Banxico), IMF country reports, CEPAL.



1.1. Entorno económico regional

El crecimiento global entra en una etapa más madura y equilibrada.

Las principales economías han dejado atrás la era de los estímulos extraordinarios y avanzan hacia un régimen en el que la estabilidad, la disciplina fiscal y la productividad definen la fortaleza de un ciclo.

Este bloque analiza las tres grandes regiones que determinan el pulso económico internacional —Estados Unidos, Europa y los mercados emergentes— desde la óptica patrimonial: cómo se equilibra el crecimiento, cómo se modera la inflación y qué papel juega la sostenibilidad de la deuda en un mundo que busca estabilidad después de la disrupción.

**El tiempo de la expansión
inercial ha terminado;
comienza la etapa
de la coherencia.**

Estados Unidos: inversión, innovación y madurez del ciclo

La economía estadounidense entra en 2026 tras haber sorteado los riesgos de recesión de los últimos años. El país ha demostrado una notable capacidad de adaptación a un entorno más exigente, marcado por el fin de los estímulos, la normalización monetaria y un aumento sostenido de la deuda pública. El crecimiento se mantiene moderado pero estable; la inflación converge gradualmente y la política fiscal continúa actuando como soporte, aunque con márgenes cada vez más estrechos.

El crecimiento avanza en torno a su potencial, apoyado en un equilibrio más sano entre demanda interna e inversión empresarial. Tras varios trimestres de desaceleración del consumo, la inversión productiva ha sorprendido al alza, compensando parte de la pérdida de dinamismo de los hogares. Las empresas han aumentado su gasto en automatización, digitalización y capital físico, impulsadas por incentivos fiscales y por la necesidad de elevar la productividad en un entorno de costes laborales más altos. Esta resiliencia del sector corporativo ha sido clave para sostener la actividad y prolongar la expansión.

El consumo, aunque más moderado, sigue siendo un pilar de estabilidad. La mejora de los salarios reales, la fortaleza del mercado laboral y el menor endeudamiento de los hogares han evitado una corrección más profunda. Sin embargo, el patrón de gasto ha cambiado: los bienes duraderos pierden peso, mientras que los servicios y la economía experiencial concentran el crecimiento. Esto refleja una economía más madura, menos impulsada por estímulos y más alineada con la renta disponible real.

La productividad emerge como la variable diferencial del ciclo estadounidense. Los avances en inteligencia artificial, automatización y eficiencia energética ya comienzan a traducirse en mejoras visibles en el output por trabajador. Aunque los efectos estructurales tardarán en consolidarse, la inversión tecnológica actual abre un ciclo de innovación que podría elevar el crecimiento potencial de cara a la próxima década.



La inversión productiva ha sorprendido positivamente, compensando parcialmente la pérdida de dinamismo del gasto de los hogares

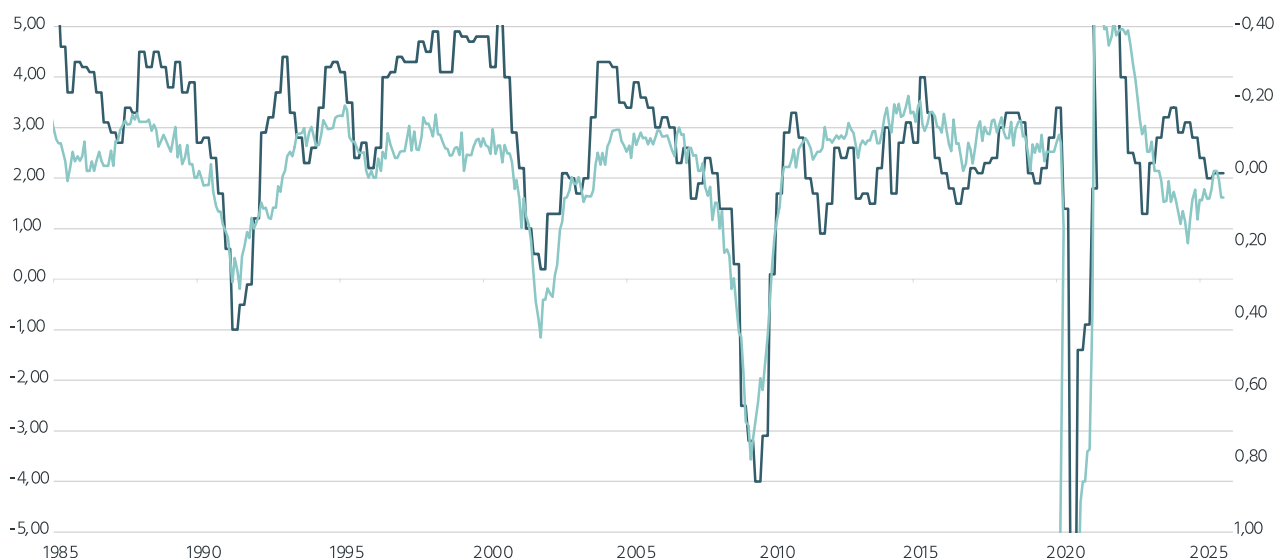


El país ha demostrado una notable capacidad de adaptación a un entorno más restrictivo

Relación PIB y mercado laboral

Series truncadas en +/- 5% y entre -0,4 y 1

— PIB (YoY) (%) — Tasa de desempleo (YoY) (eje invertido)



Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

El mercado laboral sigue sólido, pero muestra signos de normalización. La creación de empleo se desacelera y la tasa de participación se estabiliza. Los salarios continúan creciendo por encima de la inflación, aunque de forma más moderada, lo que ayuda al proceso desinflationista sin deteriorar el poder adquisitivo. La capacidad de absorber la restricción monetaria sin destruir empleo refuerza la percepción de fortaleza estructural.

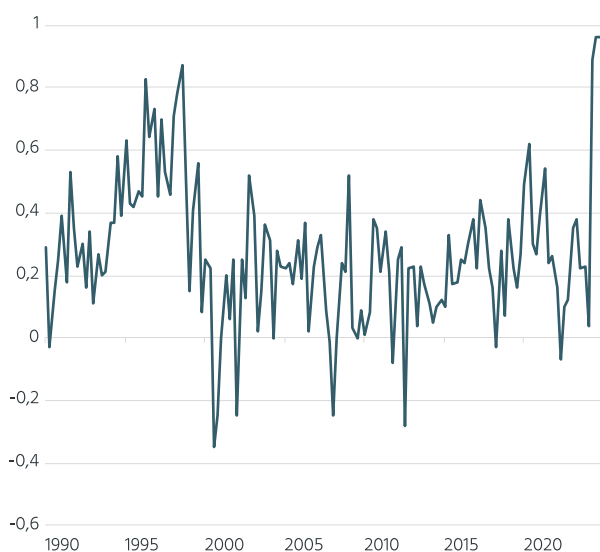
6%
Déficit¹ sobre PIB

En el frente fiscal, los desafíos son más evidentes. El déficit¹ —cercano al 6 % del PIB— se mantiene elevado por el aumento del gasto en defensa, energía y programas sociales. La deuda federal¹ supera el 120 % del PIB, reflejo de años de expansión presupuestaria y tipos más altos. El coste de los intereses ya absorbe casi una quinta parte del gasto federal¹, y la consolidación fiscal será inevitable. Aun así, la profundidad del mercado de capitales, la flexibilidad económica y la confianza global en el dólar permiten a EE. UU. financiarse en condiciones favorables.

En conjunto, Estados Unidos atraviesa una fase de madurez económica: el crecimiento es más selectivo, los márgenes de política se han estrechado y la productividad vuelve a ocupar el centro del modelo. La sorpresa positiva de la inversión privada ha compensado la desaceleración del consumo y ha permitido prolongar el ciclo expansivo. La inflación se modera sin destruir empleo y los desequilibrios se corrigen lentamente, a medida que el país avanza hacia un equilibrio fiscal más exigente.

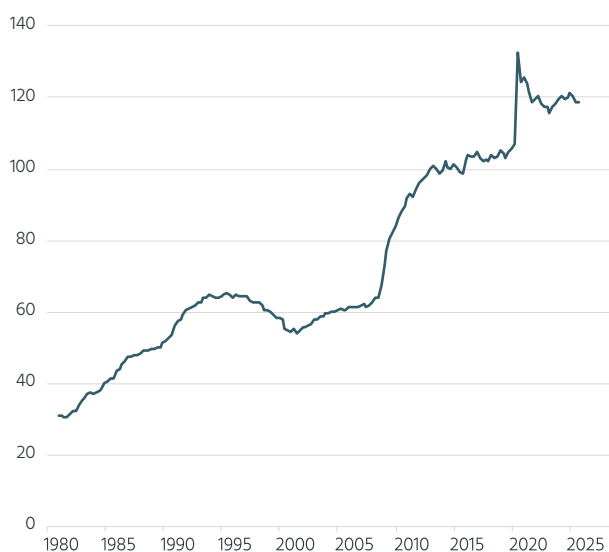
120%
Deuda¹ sobre PIB

% del PIB en software, equipos informáticos y centros de datos



Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

Deuda Pública total como % PIB



Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

¹ Fuente: US Treasury; CBO (Congressional Budget Office), IMF Fiscal Monitor



Estados Unidos entra en 2026 como una economía madura, pero resiliente. El impulso ya no proviene del estímulo, sino de la inversión, la innovación y la capacidad de mantener el equilibrio entre crecimiento y sostenibilidad. En un mundo de menor liquidez, su mayor fortaleza vuelve a ser la disciplina.

Europa: normalización y consistencia económica

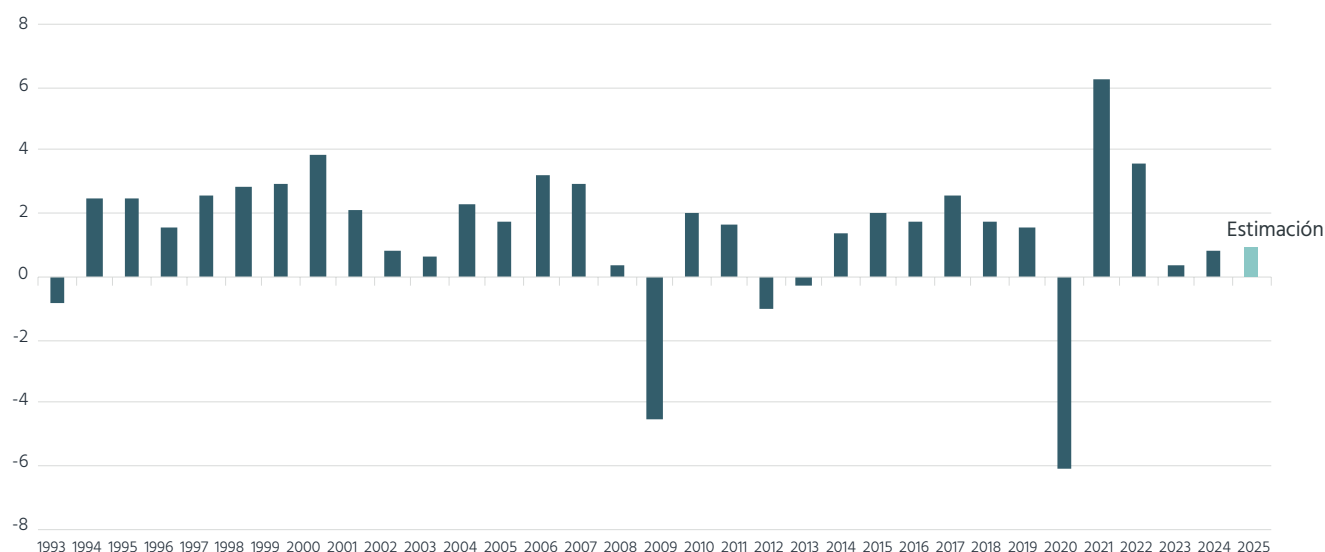
Europa entra en 2026 en una etapa de estabilidad poco común tras una década de desequilibrios. La crisis energética, la inflación y los estímulos masivos han cedido espacio a un ciclo más coherente, donde la normalización monetaria y la disciplina fiscal vuelven a definir la pauta del crecimiento. No se trata de un ciclo expansivo, sino de una economía que avanza desde la solidez, con un modelo que prioriza la consistencia y la previsibilidad sobre la velocidad.

El crecimiento europeo¹ se mantiene contenido, en torno al 1%, pero sostenido. El consumo privado continúa siendo el principal motor, respaldado por la mejora de los salarios reales y por un mercado laboral que, aunque pierde impulso, sigue mostrando resiliencia. Alemania² empieza a estabilizar su base industrial, mientras Francia³ busca equilibrio entre gasto público y competitividad. En el sur, España y Portugal⁴ destacan por su dinamismo: la combinación de servicios fuertes, turismo robusto y ejecución eficiente de fondos europeos ha permitido que sus economías crezcan por encima del promedio regional.

España, en particular, se ha consolidado como una de las economías más equilibradas y predecibles de la eurozona. Su capacidad para mantener un ritmo de expansión razonable con un déficit contenido refuerza la confianza inversora.

La inversión pública y privada se complementan de forma más eficaz que en años anteriores. Los programas europeos de transición energética y digitalización impulsan la renovación industrial, mientras las empresas aumentan su gasto en automatización y eficiencia. La productividad —históricamente un punto débil— muestra signos de mejora, especialmente en el norte y centro de Europa. La competitividad sigue siendo un desafío estructural: la fragmentación regulatoria y las diferencias fiscales entre Estados limitan la integración plena del mercado, aunque el impulso comunitario hacia la reindustrialización anticipa un avance gradual.

Crecimiento real PIB Eurozona (YOY) (%)



Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

1 Fuente: IMF WEO regional aggregates; World Bank.

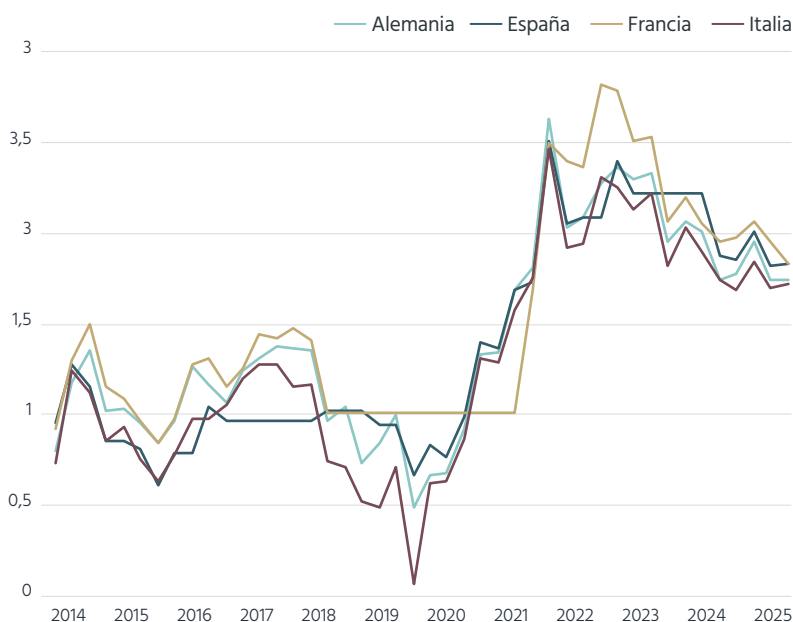
2 Fuente: European Commission – AMECO & Quarterly Reports

3 Fuente: OECD Economic Surveys – France; Banque de France – Macro Publications

4 Fuente: IMF – Article IV Reports (Spain & Portugal); OCDE – Country Notes Spain & Portugal

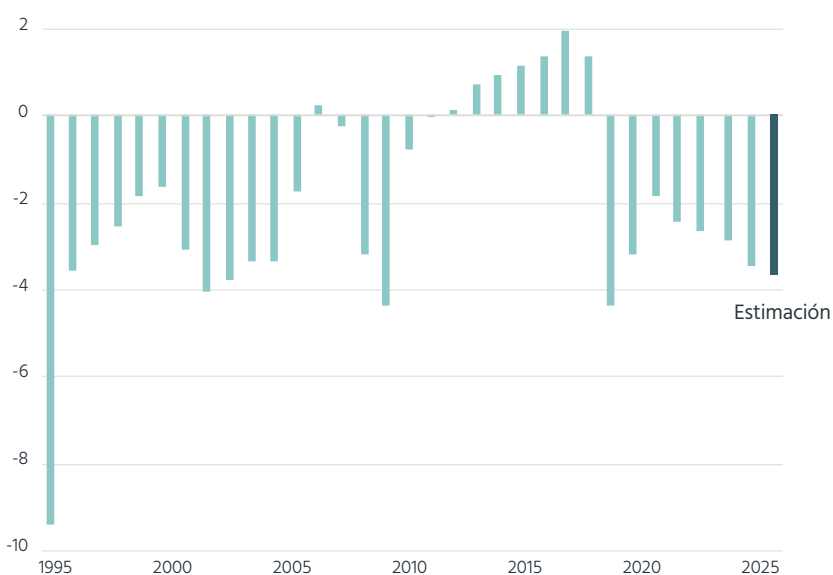
La inflación converge hacia niveles estables, con una subyacente cercana al 2,5 %. Los precios energéticos se han normalizado y los salarios crecen de manera contenida, lo que refuerza el poder adquisitivo sin generar nuevas presiones inflacionarias. Este equilibrio ha permitido que los bancos centrales de la región mantengan una política monetaria neutral y coherente, compatible con tipos reales positivos y estabilidad de precios.

Breakeven 10 años por países (%)



Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

Presupuesto fiscal sobre PIB - Alemania (%)



Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

1 Fuente: Eurostat; IMF Fiscal Monitor; ECB.

El desafío estructural sigue siendo fiscal. La deuda¹ media de la zona euro supera el 90 % del PIB y el déficit¹ ronda el 3 %, con divergencias notables entre países. Italia y Francia afrontan mayor vulnerabilidad, mientras Alemania conserva margen presupuestario. España, pese a su nivel de deuda, mantiene credibilidad gracias a la estabilidad de sus ingresos y a la composición más equilibrada de su crecimiento. Esta diferenciación convierte al mercado europeo en un espacio de inversión selectiva, donde la calidad de los emisores soberanos y la solidez de sus empresas determinarán la rentabilidad a largo plazo.



En Europa, el crecimiento no destaca por su intensidad, sino por la estabilidad y coherencia. Su avance pausado, sostenido por estabilidad institucional y disciplina fiscal, refleja un modelo de madurez económica. En un mundo de crecimiento moderado, su valor no está en la velocidad, sino en la fiabilidad.

Mercados emergentes: resiliencia estructural y madurez institucional

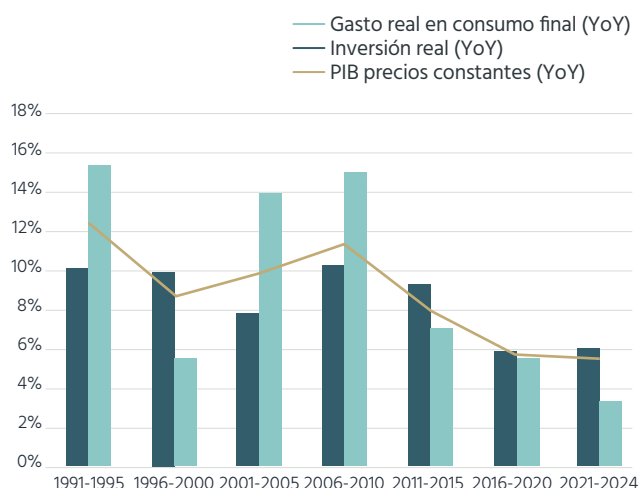
Los mercados emergentes¹ llegan a 2026 en su momento de mayor fortaleza estructural en más de dos décadas. Tras años de ajustes monetarios, reformas fiscales y diversificación productiva, el bloque ha dejado atrás la narrativa de vulnerabilidad y se ha consolidado como un componente estable del crecimiento global. En un entorno de inflación moderada, deuda elevada y competencia geopolítica, los emergentes destacan por su madurez institucional y su capacidad para sostener la expansión sin depender del estímulo externo.

El crecimiento² agregado del bloque duplica al de las economías desarrolladas, sostenido por la inversión interna y la resiliencia del consumo. La inflación está bajo control y la mayoría de los países mantienen tipos reales positivos, una señal de disciplina monetaria que contrasta con su historia reciente. Los bancos centrales —que en muchos casos actuaron antes que sus pares desarrollados— han recuperado credibilidad. La estabilidad de precios y la gestión prudente de la deuda han transformado la percepción de riesgo: los emergentes ya no son un punto débil, sino un ancla de estabilidad en un mundo de crecimiento moderado.

Asia continúa siendo el motor estructural del bloque y uno de los centros más relevantes de transformación económica global.

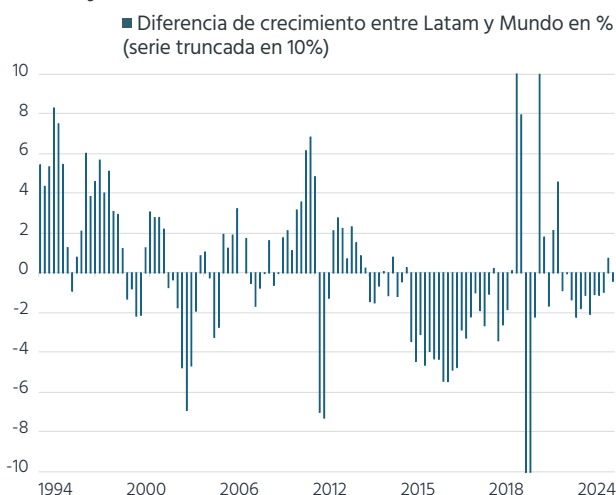
China transita hacia un modelo más equilibrado, apoyado en la innovación, la tecnología verde y el consumo doméstico. Su política fiscal se mantiene selectivamente expansiva, orientada a fortalecer la productividad y reducir la dependencia inmobiliaria. Aunque el ritmo de crecimiento se ha moderado, la calidad del mismo ha mejorado: las exportaciones de alto valor, la inversión en semiconductores y la digitalización industrial reflejan una economía que avanza hacia mayor autosuficiencia tecnológica.

China. El consumo aguanta la desaceleración de la inversión



Fuente: ICBCI. Noviembre 2025

Latam puede sorprender en 2025. Las expectativas son bajas



Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

1 Fuente: FMI – World

2 Fuente: IMF WEO regional aggregates; World Bank. Economic Outlook (WEO) 2023 y 2024; FMI – Global Financial Stability Report (GFSR), 2023–2024; BIS (Bank for International Settlements) – Policy Papers; IIF (Institute of International Finance) – Capital Flows Report 2023–2025

India¹ se ha consolidado como la economía de mayor dinamismo del bloque. Su crecimiento estructural —en torno al 6%— descansa en reformas, urbanización y la expansión de la clase media. La inversión extranjera directa continúa aumentando gracias a un marco regulatorio más predecible y a la atracción de manufactura avanzada. En el mediano plazo, India actúa como contrapeso natural al ciclo de madurez de China y como un polo creciente de innovación y consumo global.

El Sudeste Asiático se beneficia del proceso de relocalización de cadenas de suministro. Indonesia, Vietnam y Malasia atraen inversión industrial y tecnológica como parte del nearshoring global. Esta diversificación manufacturera convierte a la región en un eslabón esencial entre China y Occidente y refuerza su estabilidad macroeconómica y comercial.

En Latinoamérica, el enfoque es distinto pero complementario. La región ofrece un equilibrio entre estabilidad financiera, políticas monetarias ortodoxas y valoraciones atractivas. Brasil es el ejemplo más claro de esta madurez. Su banco central fue de los primeros en subir tipos para frenar la inflación y también de los primeros en iniciar bajadas, una muestra de credibilidad institucional. La inflación se ha reducido de forma sostenida, el real se estabiliza y los flujos externos regresan. La economía brasileña combina sectores defensivos —energía, banca, consumo básico— con exposición a commodities agrícolas y metales estratégicos, otorgándole resiliencia en un entorno incierto.

México sigue una senda similar, aunque con un perfil más cíclico. Su cercanía a Estados Unidos y el auge del nearshoring han impulsado la inversión extranjera, mientras su banco central mantiene tipos altos para proteger la moneda. Equilibrando manufactura, energía y servicios, la economía mexicana se beneficia del proceso de relocalización industrial norteamericano. Chile, Perú y Colombia mantienen fundamentos fiscales razonables, aunque con mayor sensibilidad política; y Argentina continúa en transición, con oportunidades puntuales en energía y agroindustria.

A nivel estructural, los emergentes han aprendido a convivir con la fragmentación global. La diversificación comercial, el desarrollo de mercados de capital locales y la mayor proporción de deuda en moneda doméstica han reducido su vulnerabilidad a shocks externos. La combinación de disciplina monetaria, sostenibilidad fiscal y crecimiento demográfico crea un marco de rentabilidad ajustada al riesgo que posiciona al bloque favorablemente frente al mundo desarrollado.

Crecimiento económico esperado en 2026²



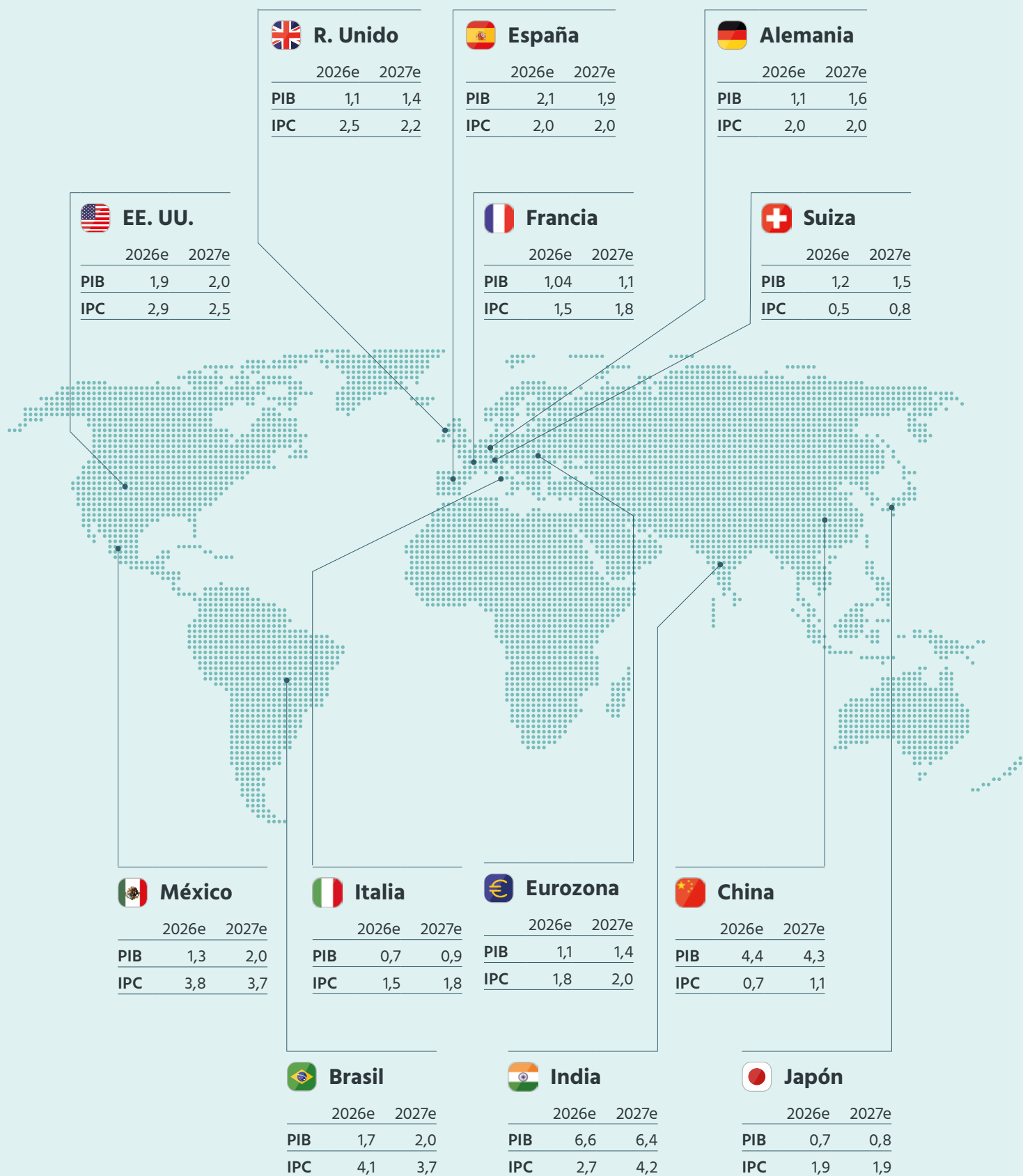
¹ Fuente: IMF WEO; Reserve Bank of India; Ministry of Statistics India

² Fuente: Bloomberg consensus; IIF; bancos centrales regionales.



Los mercados emergentes ya no se definen por la volatilidad, sino por la coherencia. Su disciplina monetaria, diversidad económica y madurez institucional los consolidan como uno de los ejes de crecimiento sostenible del nuevo orden global.

Mapa de crecimiento e inflación mundial 2026 y 2027 (%)



Fuente: Consenso de analistas de Bloomberg. Noviembre 2025

1.2. Bancos Centrales y Tipos de interés

El nuevo orden monetario no se mide por el nivel de los tipos, sino por la coherencia entre precios, deuda y credibilidad.

Los bancos centrales ya no compiten por estimular, sino por sostener la confianza.

En este equilibrio más exigente, la estabilidad vuelve a ser un bien escaso y, por tanto, valioso.

**La era del dinero gratuito
ha quedado atrás;
comienza el tiempo del
precio real del capital.**

Bancos centrales: el regreso a la normalidad monetaria

El sistema monetario global entra en 2026 en un punto de equilibrio que no se veía desde antes de la pandemia. Tras el ciclo más intenso de subidas de tipos en cuatro décadas, los bancos centrales han logrado moderar la inflación sin sacrificar el crecimiento. La era de estímulos ilimitados ha quedado atrás: el dinero vuelve a tener valor, los tipos reales son positivos y la política monetaria recupera su función esencial: anclar la confianza.

La normalización no implica homogeneidad. Cada región se encuentra en un punto distinto del ciclo, pero todas comparten una premisa: mantener la credibilidad sin comprometer la estabilidad. Los bancos centrales, que durante años actuaron como amortiguadores de crisis, vuelven a ocupar su papel natural como árbitros del equilibrio entre precios, deuda y crecimiento.

En Estados Unidos, la Reserva Federal ha completado la transición hacia un entorno de tipos más neutrales, donde esperamos que el tipo de referencia alcance 3 % a finales de 2026. La desinflación se ha consolidado y el crecimiento converge hacia su potencial de largo plazo. El reto es ahora más político que técnico: sostener la credibilidad monetaria en una economía donde la deuda federal supera el 120 % del PIB. La Fed mantiene una comunicación prudente, dispuesta a actuar si los precios sorprenden al alza, pero sin alterar el proceso de normalización.

El Banco Central Europeo se encuentra en un estadio similar, aunque con mayor fragilidad debido a la heterogeneidad del bloque. Con el tipo de depósito estabilizado en el 2 %, el BCE ha devuelto coherencia al precio del dinero. La inflación se mantiene controlada y la política monetaria recupera previsibilidad, un logro tras más de una década de distorsiones. Sin embargo, el desafío fiscal sigue latente: los países con déficits elevados dependen de un mercado que ya no cuenta con compras masivas del banco central. La prudencia será esencial para mantener la cohesión financiera del área.

El Reino Unido representa un caso intermedio entre Estados Unidos y Europa. El Banco de Inglaterra ha logrado estabilizar los precios tras uno de los episodios de inflación más persistentes del mundo desarrollado. Con los tipos cerca del 4 %, mantiene un tono cauteloso. El crecimiento se recupera ligeramente, pero la fragilidad fiscal y la dependencia del capital extranjero limitan su margen de maniobra. Su política monetaria es, en ese sentido, una de las más delicadas entre las economías desarrolladas.

Japón se enfrenta a uno de los momentos más trascendentales de su historia monetaria reciente. Tras tres décadas de tipos cercanos a cero y control de la curva, el Banco de Japón ha iniciado una transición gradual hacia un entorno más normalizado. La inflación, aunque moderada, ha dejado de ser efímera. Con tipos oficiales por primera vez en terreno positivo y una rentabilidad del bono de deuda pública a diez años cercana al 1,90 %, Japón abandona el experimento de los tipos perpetuamente bajos. Esta transición no sólo altera su mercado interno, sino que reconfigura la demanda global de deuda estadounidense y europea.

Entre los emergentes, las diferencias son notorias. Brasil se consolida como paradigma de ortodoxia monetaria. Fue de los primeros en subir tipos para frenar la inflación y también de los primeros en bajarlos con prudencia. Con tasas reales positivas y una inflación controlada, el Banco Central de Brasil ha recuperado credibilidad y atractivo internacional. México sigue un camino similar, aunque con un ciclo más lento: su banco central mantiene tipos elevados para proteger la moneda, pero con margen para recortar cuando la política de la Fed se estabilice. Ambas economías ofrecen rendimientos reales atractivos en contraste con el estereotipo de volatilidad regional.

¹ Fuente: consenso bloomberg a Noviembre 2025.



3,0%
Tipo referencia
EE. UU. a finales
2026¹



2,0%
Tipo referencia
Europa a finales
2026¹

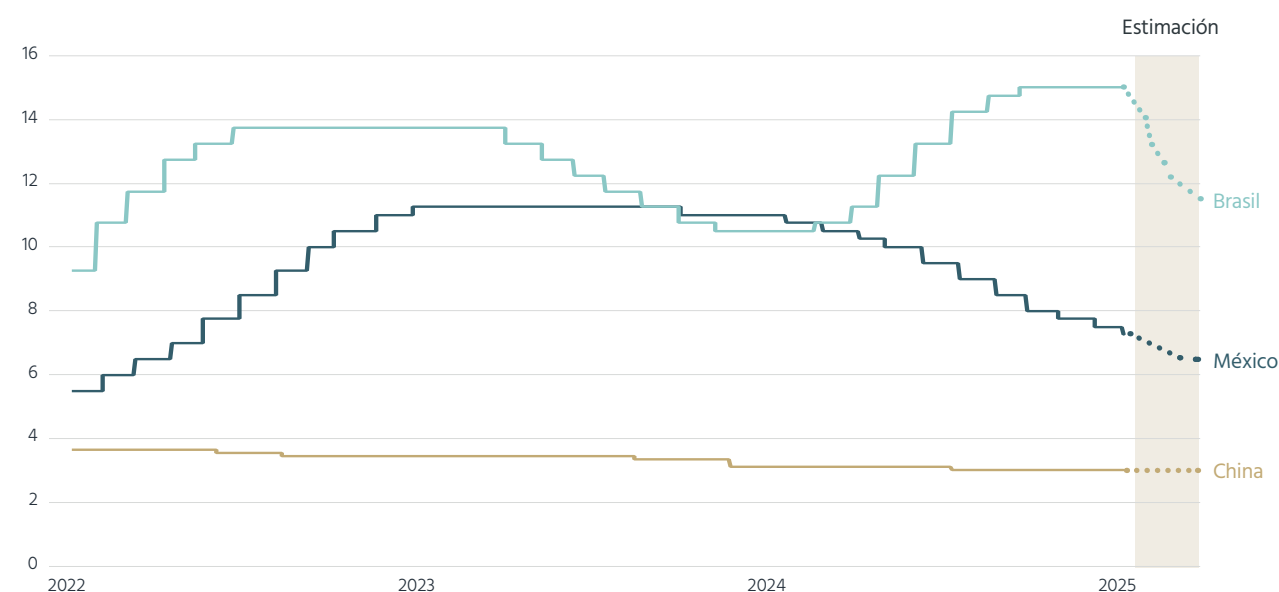
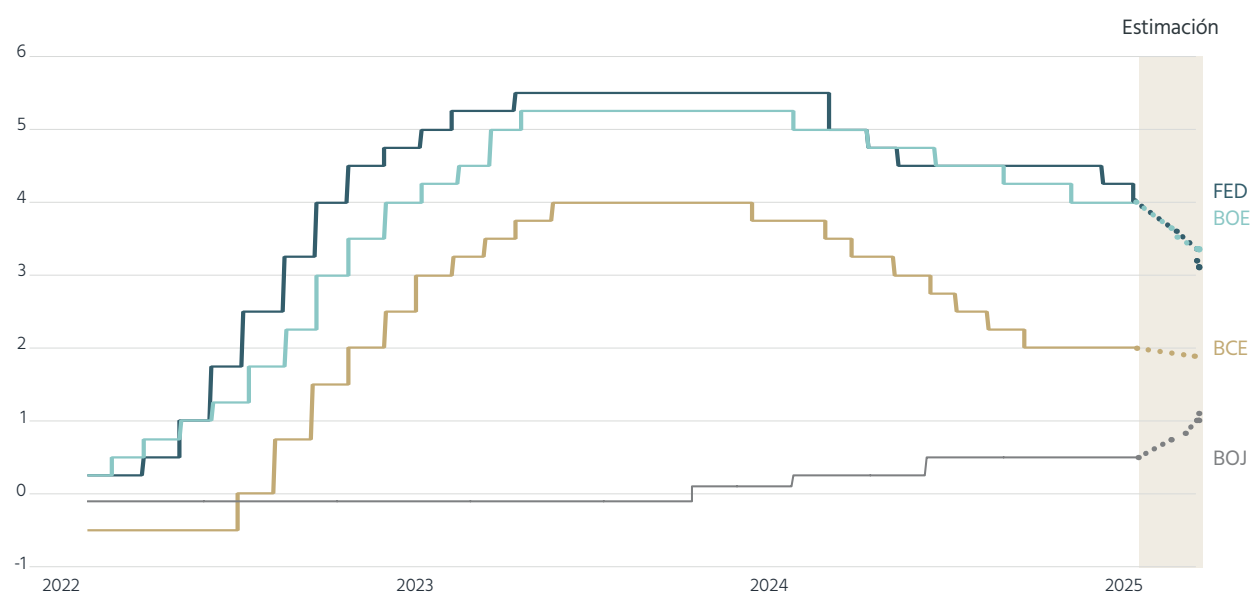


12,25%
Tipo referencia
Brasil a finales 2026¹

China recorre el camino opuesto. Su desafío no es la inflación, sino la falta de dinamismo. El Banco Popular de China mantiene una política expansiva, con recortes graduales y liquidez orientada a sostener el crédito y reactivar la inversión privada. En un mundo que restringe, China actúa como la última gran fuente de liquidez estructural del sistema financiero global.

En conjunto, el mapa monetario de 2026 muestra un mundo más ordenado pero más exigente. La coordinación entre bancos centrales es limitada y la dependencia de la deuda pública sigue alta. Las economías desarrolladas necesitan sostener credibilidad en un entorno de deuda elevada, mientras los emergentes capitalizan la estabilidad lograda tras años de disciplina. La consecuencia es un régimen en el que los tipos reales positivos vuelven a ser la norma.

Tipos de referencia (%) y estimaciones - Bancos Centrales



Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

Curva Estados Unidos: prima de plazo y el precio de la confianza

El mercado del Tesoro estadounidense entra en 2026 en una fase de madurez que refleja el nuevo equilibrio de la economía norteamericana. Tras años de inversión de la curva, la pendiente retorna a signo positivo, confirmando que la normalización monetaria ha surtido efecto. Pero esta estabilidad aparente oculta una transformación estructural: la curva deja de depender únicamente de la Reserva Federal y refleja cada vez más la magnitud del déficit y el volumen de deuda que el país debe financiar. El dinero vuelve a tener precio y la deuda tiene consecuencias.

En la parte corta, los rendimientos se estabilizan cerca del **3,5%¹**, reflejando expectativas de inflación ancladas y una política monetaria más predecible. Los breakevens de inflación se sitúan en torno al **2,2–2,4%¹**, lo que confirma la confianza del mercado en que la Fed ha contenido los precios sin destruir el crecimiento. Esta estabilidad devuelve sentido a la parte corta de la curva: ofrece rentabilidad real positiva con un perfil de riesgo contenido.

No obstante, el margen táctico en el tramo corto es limitado; el mercado ya ha descontado la moderación de precios y la estabilización de los tipos oficiales. En un ciclo donde el ajuste monetario se considera mayoritariamente concluido, la parte corta actúa más como ancla de estabilidad que como fuente de alfa.

La parte larga permanece condicionada por los desequilibrios fiscales. Con un déficit estructural superior al **5% del PIB²** y una deuda pública que supera el **120% del PIB²**, la presión de emisión mantiene elevados los rendimientos a diez y treinta años. La prima de plazo se ha convertido en el precio de la confianza: el coste que el mercado exige para financiar un Estado con deuda creciente en un entorno de tipos reales positivos. El Tesoro americano a 10 años¹ oscila alrededor de **4,0% y 4,25%** y el 30 años¹ en torno al **4,5–4,75%**. Estos niveles reflejan en mayor medida la compensación por riesgo fiscal de largo plazo que las expectativas de inflación.

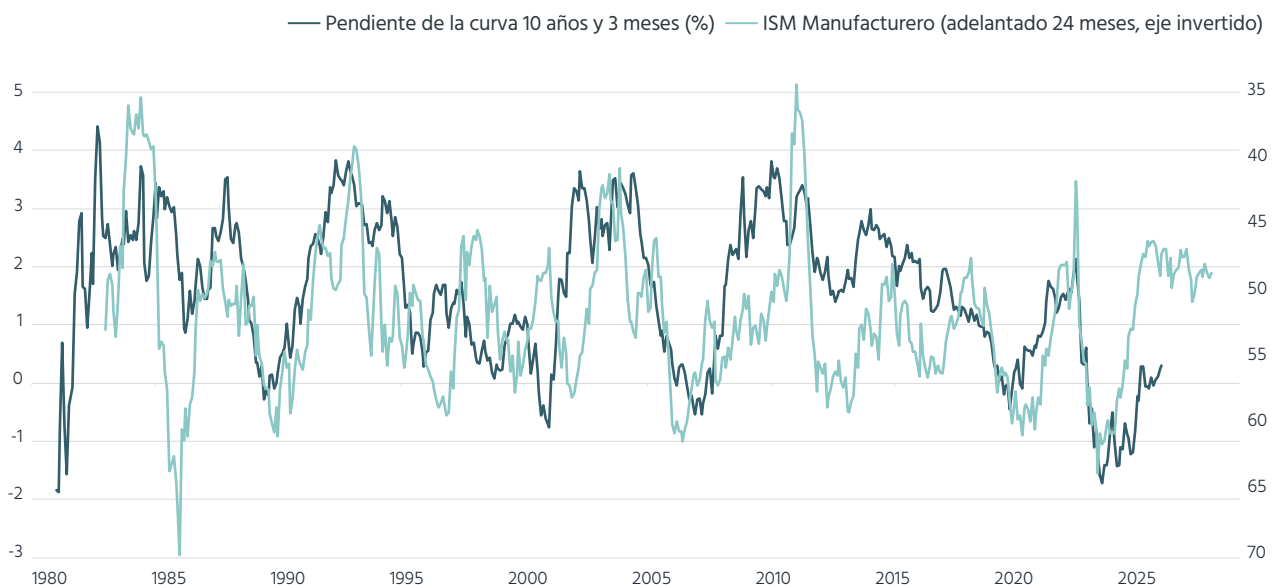


La pendiente vuelve a ser positiva, señal de que la normalización monetaria ha surtido efecto



La curva sigue siendo una expresión directa de la tensión entre la solidez institucional y el peso de la deuda

La pendiente de la curva tiene potencial de continuar subiendo¹

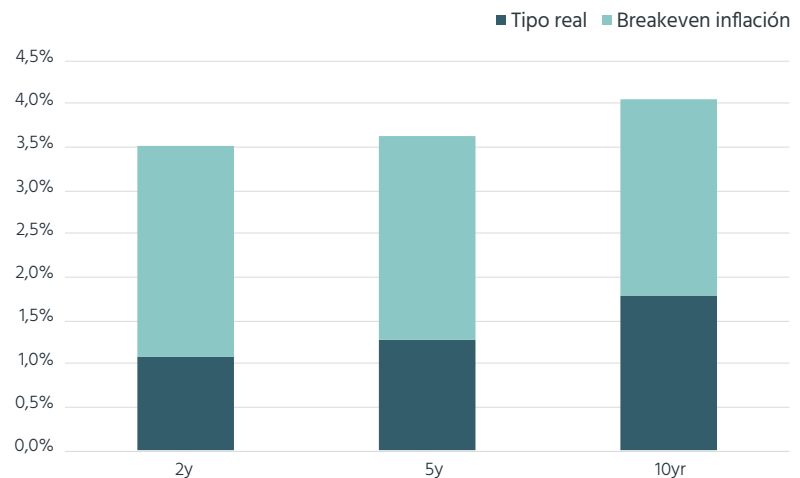


¹ Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

² Fuente: US Treasury; CBO (Congressional Budget Office), IMF Fiscal Monitor

La pendiente, moderadamente positiva —con diferenciales¹ de **40 a 60 puntos básicos** entre 2 y 10 años— sugiere una economía en equilibrio, sin presiones inflacionarias agudas ni señales de recesión. Esta configuración abre ventanas tácticas para aumentar duración en episodios de corrección de los rendimientos largos, especialmente ante reacciones exageradas a datos fiscales o de inflación. Sin embargo, desde una óptica estratégica la recomendación es prudente: la **duración intermedia (5–6 años)** sigue siendo el tramo más eficiente de la curva para combinar carry, control del riesgo fiscal y liquidez operativa.

Descomposición de curva tipos de interés



Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025

Prima por plazo 10 años (%) - Adrian, Crump & Moench



Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025

¹ Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025

Frente a Europa, Estados Unidos ofrece rendimientos más elevados, pero con un riesgo estructural superior. Ambos mercados comparten tipos reales positivos y pendientes normales, pero difieren en sus anclajes: **Europa se apoya en credibilidad fiscal**, mientras que **Estados Unidos depende de su capacidad de financiación y del papel del dólar como moneda de reserva**. En ese sentido, la prima de plazo refleja la confianza mundial en la solvencia estadounidense y condiciona la asignación de duración en carteras globales.



El mercado del Tesoro es el reflejo del nuevo ciclo americano: crecimiento moderado, inflación controlada y desequilibrios fiscales persistentes. La rentabilidad sostenible no está en los extremos de la curva, sino en la disciplina de la duración intermedia, donde estabilidad y prudencia se convierten en valor real a largo plazo.

Curva Europa: entre la prudencia y la oportunidad

La renta fija europea entra en 2026 en un momento de equilibrio poco habitual. Tras años de estímulos y políticas extraordinarias, la región consolida un régimen de tipos reales positivos y una estructura de mercado más racional. Las curvas soberanas reflejan ahora las diferencias entre países y la calidad de sus finanzas públicas, no las intervenciones del banco central. En este entorno, la rentabilidad vuelve a tener fundamento y la estabilidad fiscal se convierte en el eje central del valor.

En la parte corta, los rendimientos se mantienen cerca del **2%**, coherentes con un BCE en posición neutral y con una inflación convergente hacia su objetivo. Los breakevens se estabilizan por debajo del **2%**, reflejando confianza en la capacidad del banco central para mantener el equilibrio de precios. La desinflación ya es un proceso consolidado. Este tramo ofrece rentabilidad real positiva y bajo riesgo, aunque su atractivo táctico es limitado: actúa como **ancla de estabilidad**, más que como fuente de oportunidad.

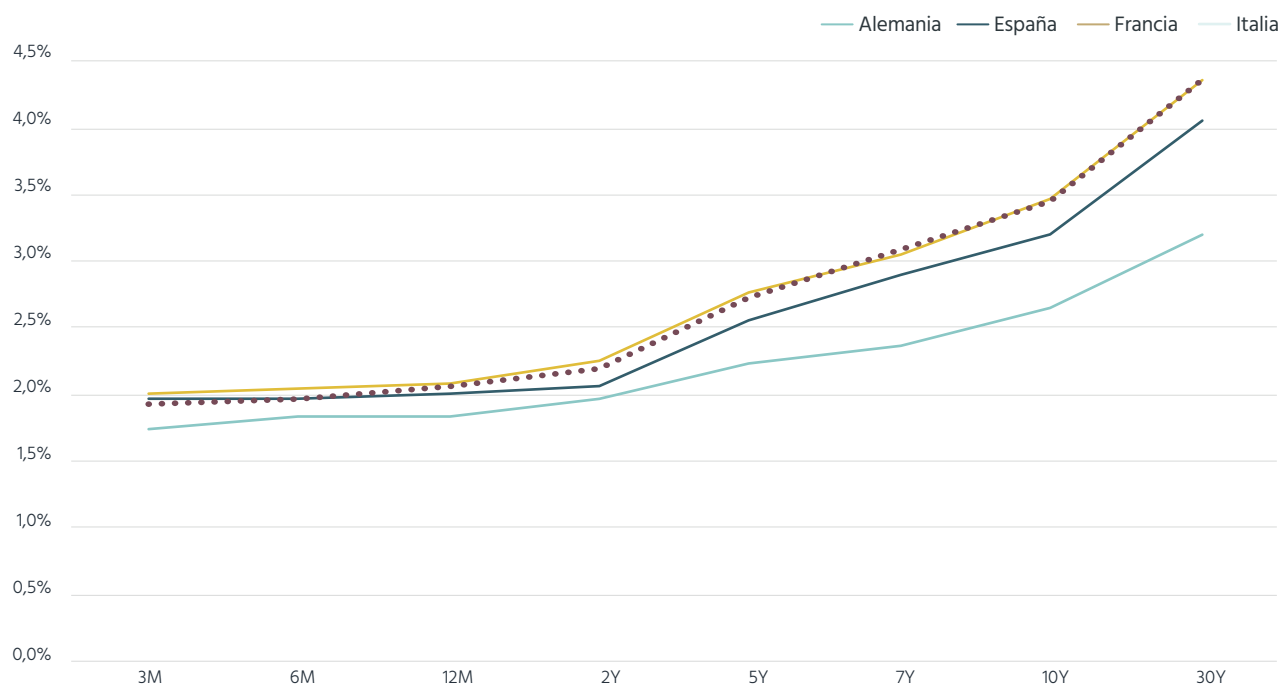
La parte larga está marcada por el retorno de fuerzas estructurales. **La prima de plazo** se mantiene elevada y actúa como ancla natural de los rendimientos a diez y treinta años. Con una deuda pública superior al **90 % del PIB¹** de la zona euro y una emisión soberana neta de más de un billón de euros, la presión de oferta sigue condicionando los niveles de rentabilidad.

El Bund a diez años —en torno al **2,7%**— sigue siendo la referencia del bloque, mientras que los diferenciales reflejan con mayor precisión el riesgo crediticio de cada emisor. **España**, con un spread de **50–60 puntos básicos**, se ha consolidado como el **punto de equilibrio** de la eurozona: combina un marco fiscal creíble, un crecimiento superior al promedio y una base inversora estable. Su deuda soberana se ha convertido en la referencia natural para carteras que buscan rentabilidad sin asumir riesgos periféricos más volátiles.

0,5%
Prima de riesgo
España sobre Bund
alemán²

1,8%
Breakeven alemán
a 10 años²

Curvas de rendimiento gobiernos europeos²



¹ Fuente: Eurostat; IMF Fiscal Monitor; ECB.

² Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

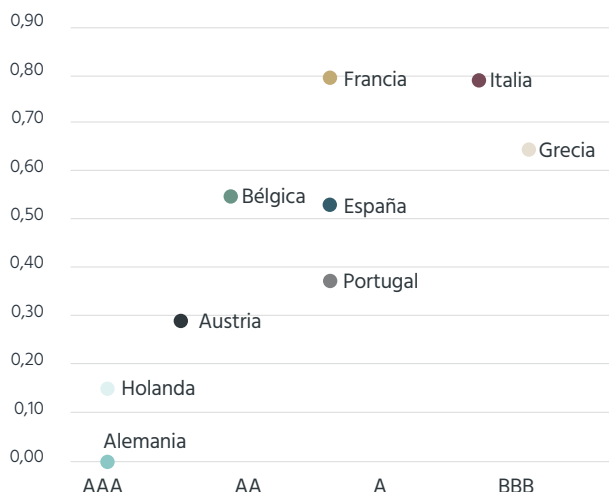
La pendiente de la curva de la deuda alemana, **ligeramente positiva** —50 a 70 puntos básicos entre 2 y 10 años—, refleja un mercado más sano: sin tensiones monetarias, pero atento al riesgo fiscal. Las oportunidades tácticas para tomar duración surgen en fases de ampliación de spreads o en repuntes temporales de volatilidad. Sin embargo, la estrategia estructural se mantiene clara: la **duración intermedia (5–6 años)** ofrece el mejor equilibrio entre rentabilidad real y estabilidad, capturando el carry sin asumir la prima de plazo de los vencimientos más largos.

En este nuevo entorno, la deuda europea ofrece menos rendimiento nominal que la estadounidense, pero **mayor estabilidad y un riesgo fiscal más contenido**. Para un inversor patrimonial, esa coherencia vale tanto como los puntos básicos.



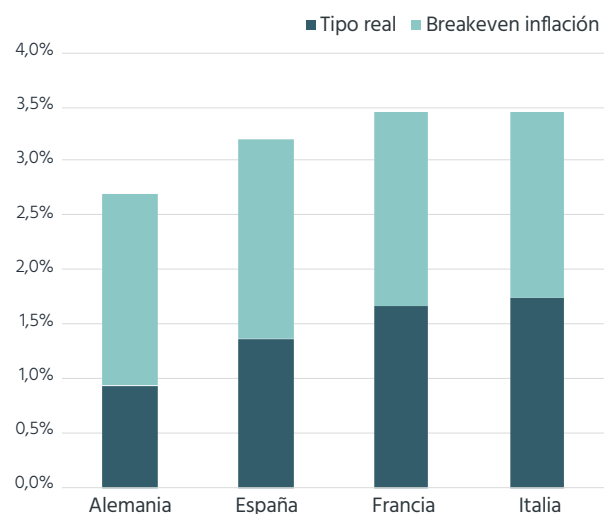
España, con un spread cercano a los 50–60 puntos básicos, se ha consolidado como el punto de equilibrio de la eurozona

Relación prima de riesgo vs. Bund alemán (%) y rating



Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025

Descomposición de tipos de interés a 10 años



Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025



La deuda europea ha pasado de depender del estímulo a depender de la disciplina. En un continente donde la estabilidad es el nuevo valor refugio, España emerge como punto de equilibrio.



CLASES DE ACTIVO

2.1. Crédito

El dinero vuelve a tener precio, y con él, la deuda recupera su sentido.

En 2026, el crédito deja de ser una apuesta direccional y vuelve a ser una fuente estable de flujo, calidad y coherencia.

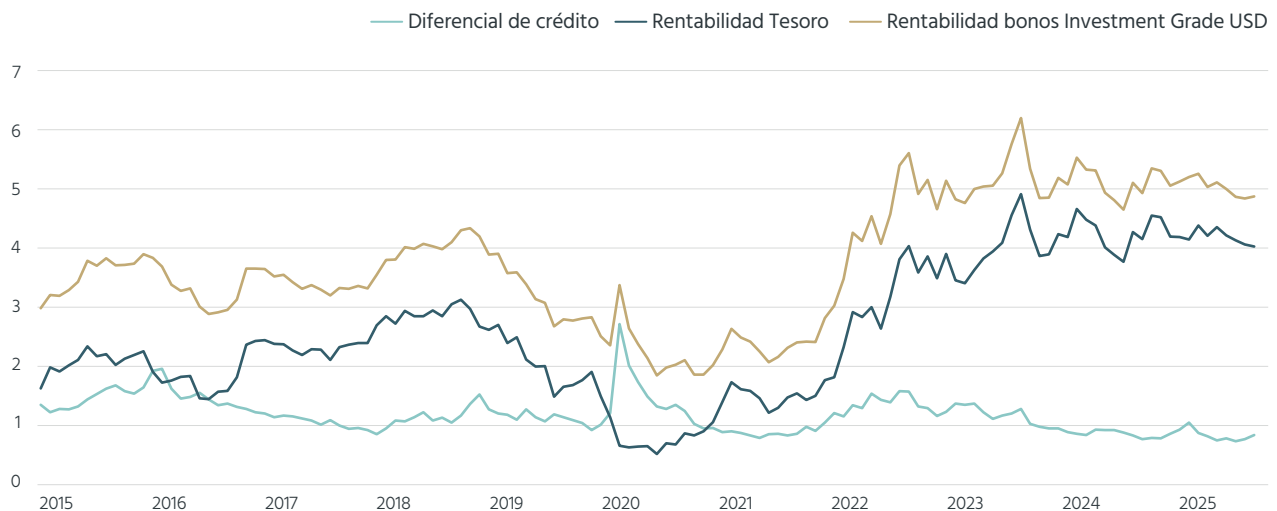
El mercado transita hacia un escenario en el que los ingresos reales y la gestión disciplinada vuelven a tener un papel central.

Crédito global: ingresos reales, selectividad y disciplina

El crédito entra en 2026 en una fase de normalización estructural. Tras una década de estímulos y desequilibrios monetarios, el precio del dinero vuelve a reflejar el riesgo y la deuda recupera su función esencial: generar flujo estable y rentabilidad real en un entorno de tipos positivos. La inflación está anclada, los bancos centrales han alcanzado un punto de equilibrio y el crédito vuelve a ser visto no como una cobertura táctica, sino como un eje estratégico de estabilidad patrimonial.

En un mundo de crecimiento moderado, deuda elevada y tipos reales positivos, el crédito se convierte de nuevo en la expresión tangible de la disciplina y del retorno basado en fundamentos.

Descomposición rentabilidad bonos corporativos (%)



Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025

Diferencia entre diferenciales de crédito CCC y BBB (%)



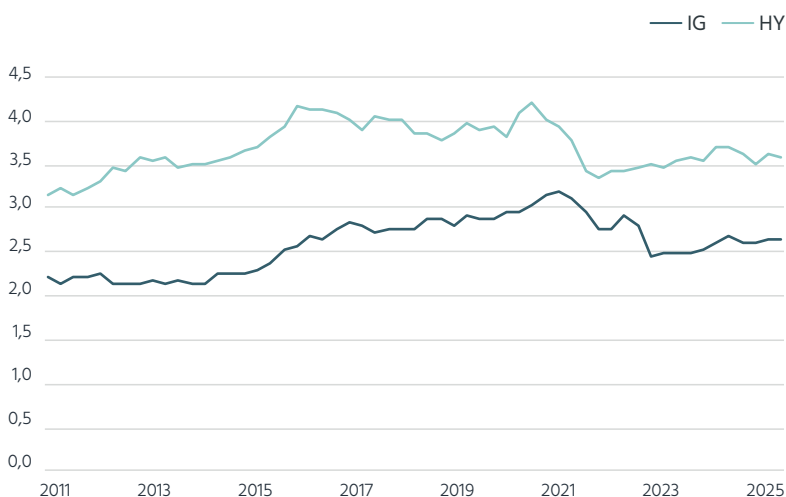
Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025

Estados Unidos: liderazgo, visibilidad y fortaleza de balances

El crédito estadounidense sigue siendo el mercado más profundo y líquido del mundo, consolidando en 2026 una posición de liderazgo sustentada en la solidez de sus emisores y en la credibilidad de su marco financiero. Tras dos años de subidas agresivas y un ciclo de recortes gradual, la Reserva Federal ha devuelto previsibilidad a la política monetaria: los rendimientos del Tesoro americano a diez años se estabilizan cerca del **4%**¹, mientras los spreads permanecen en niveles históricamente bajos.

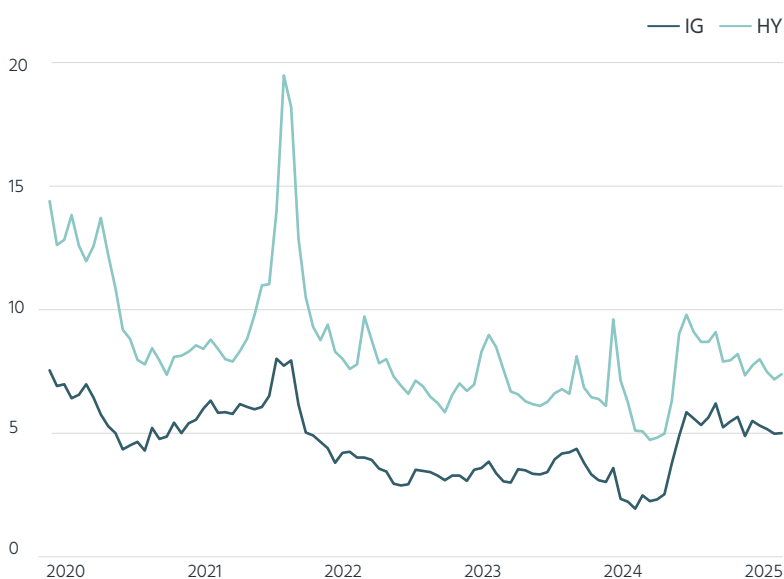
El entorno favorece el **carry**, no la expansión de spreads: **el ingreso —y no el movimiento de diferenciales— es el motor del retorno**. Los bonos de grado de inversión (IG) ofrecen rentabilidades reales positivas y una combinación equilibrada entre rendimiento, calidad y liquidez. El mercado primario sigue siendo dinámico y las empresas han demostrado capacidad de adaptación a tipos más altos, con apalancamiento estable y liquidez holgada.

Deuda Neta sobre EBITDA por tramo de rating



Fuentes: Bloomberg, Noviembre 2025

Yield to Maturity por tramo de rating (%)¹



¹ Fuentes: Bloomberg, Noviembre 2025

² Fuente: Bloomberg y Moody's Global Default and Recovery Study, varias ediciones 2023–2025

El **high yield (HY)** exige mayor prudencia: las tasas de impago en los segmentos **B** y **CCC** podrían repuntar con fuerza en 2026. Los emisores **BB** mantienen un perfil atractivo, con rendimientos² alrededor del 6% y tasas de default² reducidas. En este punto del ciclo, la selectividad vuelve a ser la fuente esencial de alfa.

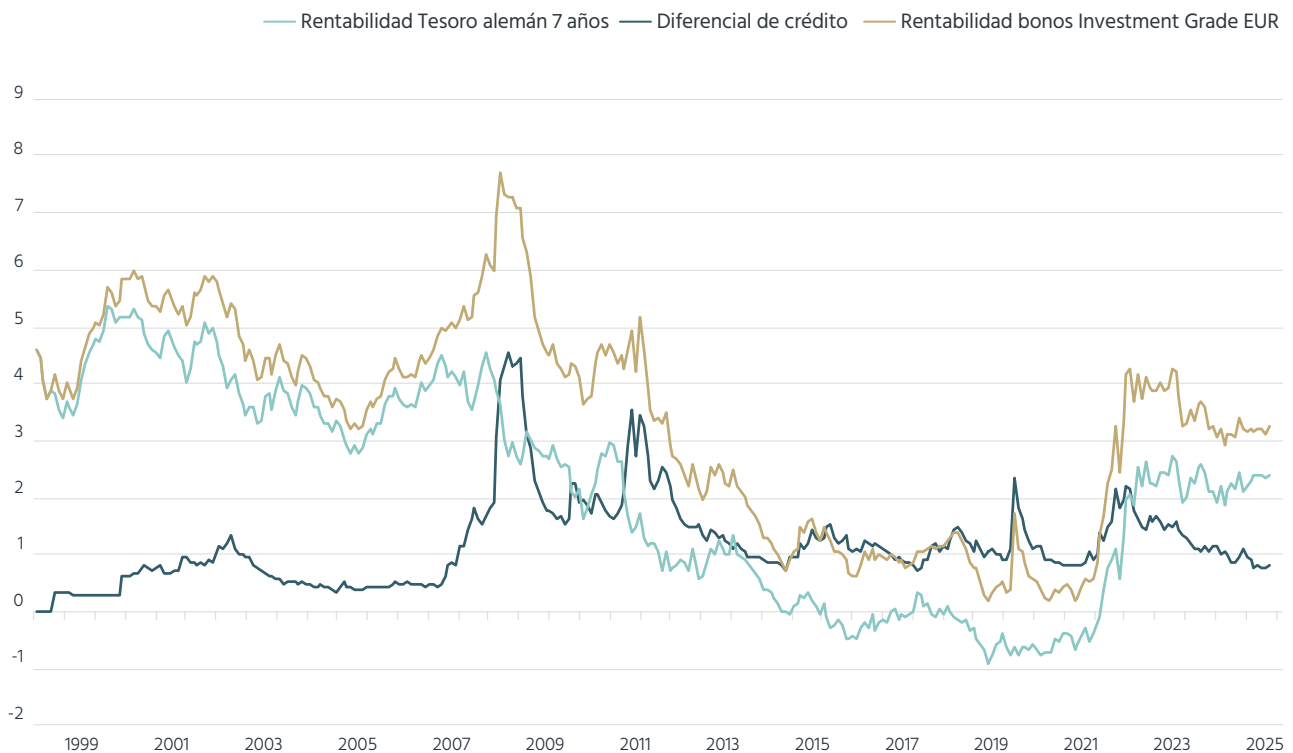
Para el inversor patrimonial, el crédito en dólares es el **núcleo defensivo** del universo de deuda global. La estrategia pasa por duración intermedia —entre 5 y 6 años— y emisores de alta calidad. El valor no está en anticipar recortes de tipos, sino en capturar flujo de forma disciplinada y consistente.

Europa: estabilidad y valor relativo

En Europa, la estabilidad es el principal activo del mercado crediticio. La política monetaria del BCE es más predecible, la inflación converge hacia el objetivo y los balances corporativos se mantienen conservadores. Los spreads se sitúan en torno a **90 pb sobre el Bund** en IG, con el crédito financiero liderando el atractivo regional: bancos bien capitalizados, morosidad en mínimos y un marco regulatorio estable.

El high yield europeo ofrece una prima adicional moderada frente a EE. UU., pero con menor liquidez y mayor dispersión. A nivel estratégico, Europa ofrece menos rendimiento nominal, pero mayor visibilidad y un perfil fiscal más controlado. La clave es la calidad: emisores con liquidez sólida, alta cobertura de intereses y exposición a sectores ligados a transición energética e infraestructuras.

Descomposición rentabilidad bonos corporativos (%)



Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

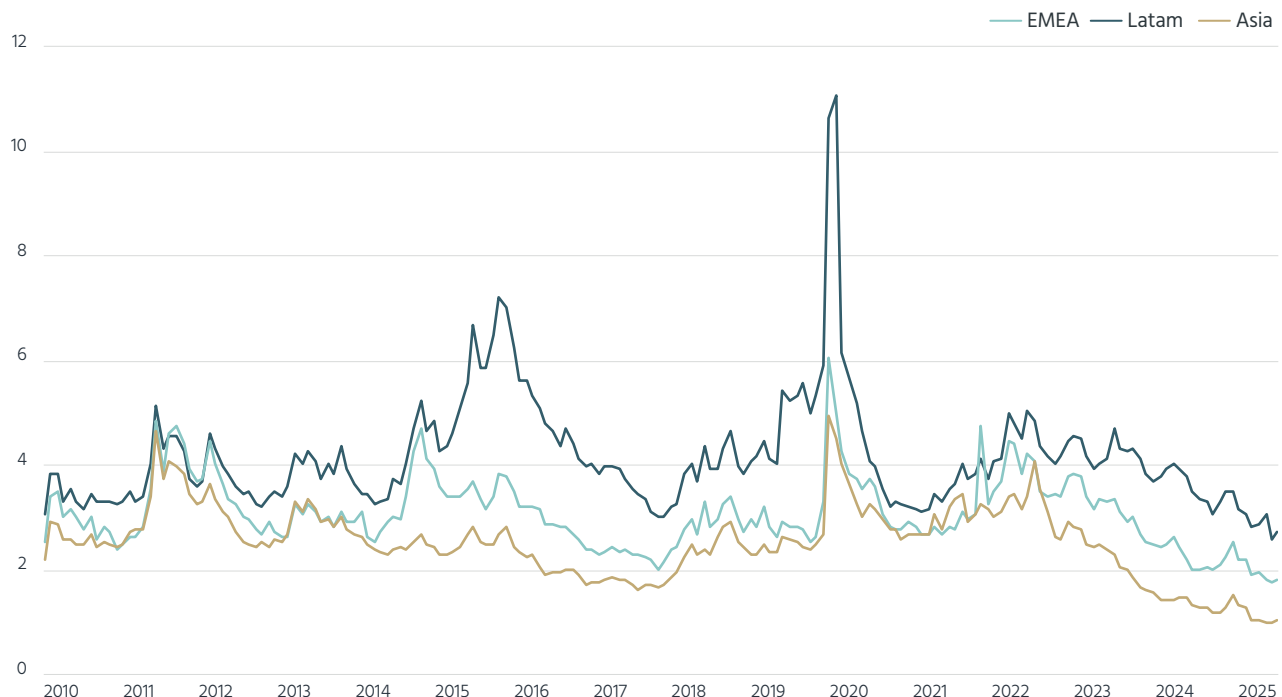
Emergentes: inversión selectiva, disciplina y carry atractivo

Los mercados emergentes comienzan 2026 con fundamentos más robustos que en ciclos anteriores. La estabilidad de las divisas locales y la moderación inflacionaria favorecen la deuda soberana y corporativa en USD. Los rendimientos¹ cercanos al 6% con spreads entre 180-200 pb sobre el Tesoro americano — reflejan un equilibrio atractivo entre riesgo y retorno.

El foco para el inversor patrimonial está en Latinoamérica. Brasil² mantiene credibilidad gracias a su política monetaria ortodoxa y sus empresas muestran bajo apalancamiento y alta generación de caja. México³ se beneficia del auge del nearshoring, lo que refuerza la solvencia de sus emisores. Chile⁴ y Perú conservan fundamentos fiscales sólidos, aunque con mayor sensibilidad política, mientras Argentina ofrece oportunidades tácticas.

En conjunto, el crédito latinoamericano se consolida como un **pilar** dentro de las carteras globales en USD: diversifica, ofrece flujo real y se apoya en instituciones cada vez más maduras.

Diferenciales de crédito por región (%)¹



¹ Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

² Fuente: Banco Central do Brasil — Relatório de Inflação y IMF – Article IV Report Brasil

³ Fuente: Banco de México – Reportes Trimestrales y IMF – Article IV Report México

⁴ Fuente: IMF – Article IV Report Chile y IMF – Article IV Report Perú

Crédito global: una alternativa de rentabilidad estructural

El crédito global entra en una nueva era: la de los **ingresos reales sostenibles**. La disciplina ha reemplazado a la complacencia y la calidad vuelve a ser el factor diferenciador.

Estados Unidos¹ lidera en profundidad y liquidez; Europa² aporta estabilidad y valor relativo; y los emergentes —especialmente Latinoamérica³— añaden rentabilidad y diversificación real.

Para los inversores patrimoniales, el mensaje es claro: el crédito deja de ser un instrumento transaccional para convertirse en una estrategia estructural de flujo. En un entorno de tipos reales **positivos, la paciencia y la coherencia** son las verdaderas fuentes de "alpha".

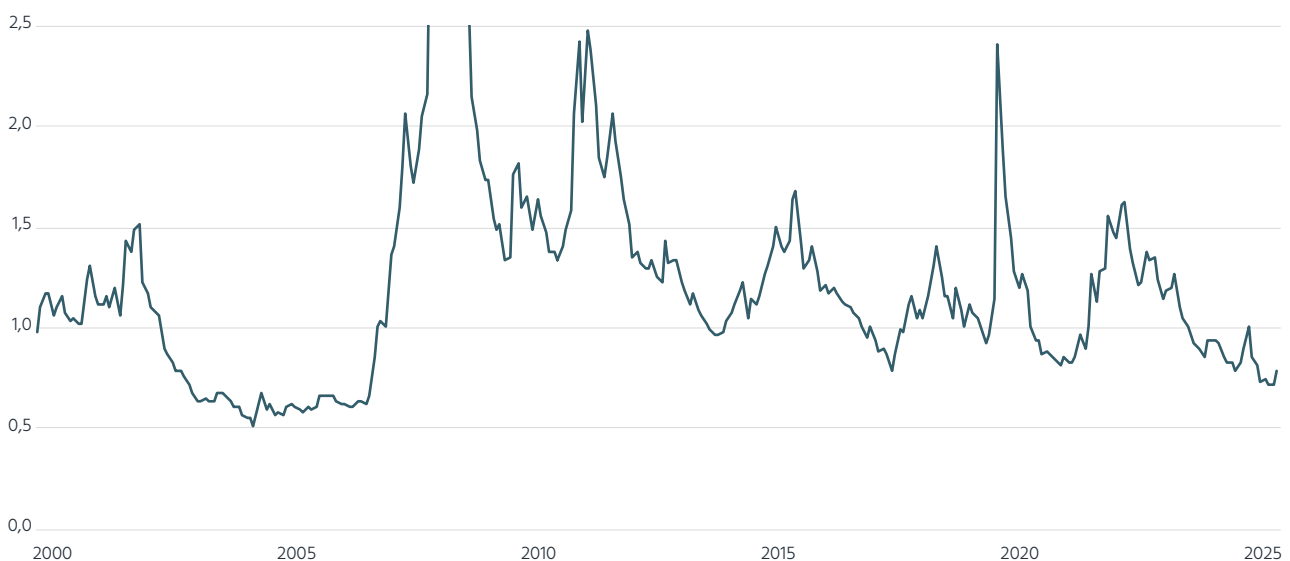
Las diferencias entre emisores y sectores hacen necesaria una gestión activa apoyada en análisis riguroso y un enfoque prudente.



Con tipos reales positivos, la calidad vuelve a ser el motor del retorno

4,8%
Rendimiento medio en crédito grado de inversión⁴

Diferencial de crédito - Global aggregate en %



Fuente: Bloomberg

1 Fuente: BIS – Quarterly Review (marzo 2024)

2 Fuente: ECB – Financial Stability Review (noviembre 2023)

3 Fuente: IIF – Capital Flows Report (octubre 2023) y MSCI Emerging Markets – Correlación y retornos (enero 2024)

4 Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025



El crédito es el puente entre el tiempo y la rentabilidad. En un mundo donde el dinero ha recuperado su precio, la calidad y la duración consciente son las nuevas formas de preservar valor.

2.2. Renta variable

La normalización monetaria ha devuelto equilibrio a los mercados, y la rentabilidad vuelve a depender de los fundamentos.

En 2026, los beneficios corporativos sustituyen a la liquidez como motor del crecimiento.

El ciclo bursátil se redefine: menos impulsado por el dinero barato y más por la calidad, la disciplina y la coherencia.

Para el inversor patrimonial, la clave ya no es anticipar los movimientos del mercado, sino identificar las compañías capaces de sostener márgenes y crear valor en el tiempo.

**El nuevo ciclo bursátil
premia la solidez,
no la velocidad.**

Renta variable Estados Unidos: la rentabilidad del liderazgo disciplinado

La renta variable estadounidense inicia 2026 desde una posición de liderazgo consolidado, pero con un tono distinto al de los años anteriores: menos dependiente de la liquidez y más sostenida por la solidez de los beneficios y la capacidad de innovación. La economía más grande del mundo entra en una fase de madurez en la que la productividad vuelve a ser el motor estructural del crecimiento, y el mercado bursátil refleja esa disciplina.

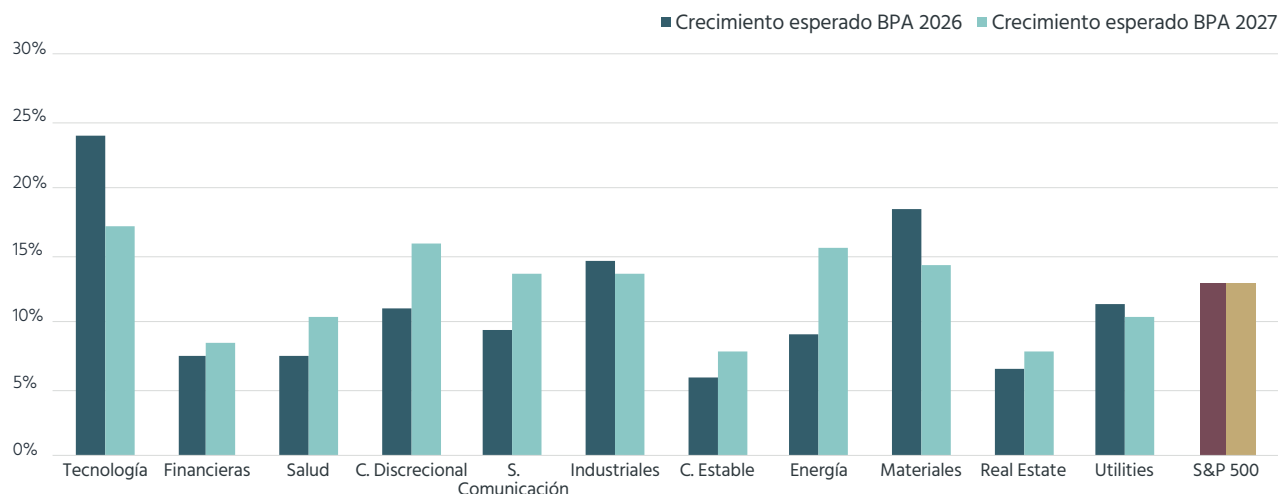
El crecimiento se estabiliza cerca de su potencial, la inflación converge hacia el objetivo de la Fed y el consumo se mantiene resiliente, aunque con un tono más racional. El impulso que en 2025 trajeron el gasto en infraestructuras y la inversión en automatización se consolida ahora en un ciclo de productividad más sostenido y transversal. Las compañías estadounidenses han aprendido a crecer en un entorno de capital más caro, centrando su estrategia en eficiencia operativa, disciplina de márgenes y retorno sobre el capital.

El beneficio por acción (BPA)¹ para 2026 se sitúa en torno al **12-13%**, con márgenes que, aunque se normalizan desde los niveles récord de 2021-2023, siguen situándose por encima de su promedio histórico. Esta solidez explica por qué el S&P 500 mantiene **valoraciones¹ exigentes (≈22x beneficios esperados)** sin señales de burbuja generalizada. La dispersión de resultados es elevada: la diferencia entre compañías que sostienen márgenes y aquellas que dependen de expansión de múltiplos será el principal determinante del rendimiento en los próximos años.

El liderazgo tecnológico sigue siendo la piedra angular del mercado, pero ya no actúa en solitario. La inversión masiva en inteligencia artificial, automatización y semiconductores impulsa un nuevo ciclo de productividad transversal que afecta a manufactura, energía, salud y logística. Las grandes tecnológicas mantienen su posición dominante, pero la tendencia se extiende a compañías medianas con modelos de negocio escalables y alta generación de caja. Los sectores de salud y consumo básico pueden aportar estabilidad, mientras que los ligados a energía limpia y eficiencia industrial añaden exposición a tendencias estructurales de largo plazo.

El mercado estadounidense mantiene valoraciones elevadas, pero justificadas por su diferencial de rentabilidad, solvencia y capacidad de innovación. Las empresas de EE. UU.

Crecimiento de beneficios por sector Estados Unidos



Fuente: Bloomberg

¹ Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025

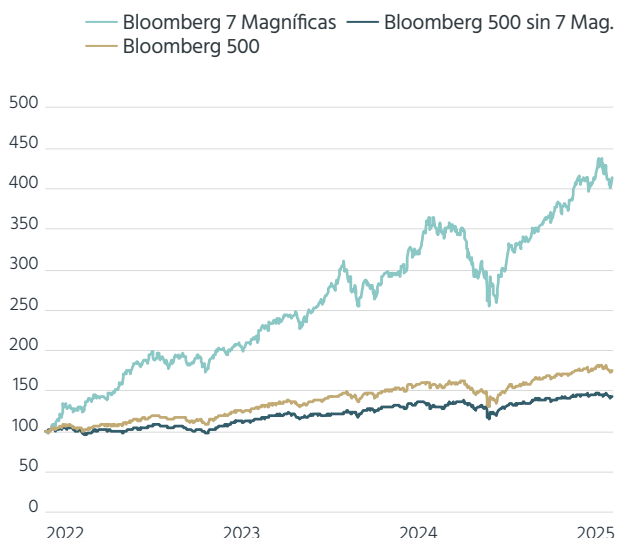
generan retornos consistentes incluso con tipos reales positivos, lo que las diferencia del resto de economías desarrolladas. El flujo de capital internacional sigue favoreciendo al país por su profundidad de mercado y seguridad jurídica. No obstante, el déficit fiscal¹ —superior al 6 % del PIB— y la deuda pública¹ por encima del 120 % añaden presión a los tipos largos y podrían limitar la expansión de múltiplos si la consolidación fiscal se retrasa.

Desde una perspectiva patrimonial, la renta variable estadounidense mantiene su papel como núcleo estratégico de la cartera global. Su atractivo no reside en la inercia de la liquidez, sino en su capacidad estructural para transformar innovación en beneficios sostenibles. En un entorno de retornos más moderados y mayor dispersión entre regiones, el mercado estadounidense ofrece estabilidad de márgenes, profundidad financiera y liderazgo en sectores de alto valor añadido.

El desafío para el inversor de largo plazo es gestionar expectativas: el crecimiento provendrá menos del conjunto del índice y más de la selección. La gestión activa recupera relevancia: la rentabilidad no se capturará vía “beta”, sino vía “alpha”, identificando modelos de negocio resilientes, flujos de caja predecibles y buena gobernanza.

En comparación con Europa y emergentes, Estados Unidos sigue siendo la referencia en productividad, márgenes y rentabilidad del capital. Sin embargo, el diferencial de valoración sugiere que las alternativas adicionales podrían encontrarse en regiones con mejor punto de entrada y mayor potencial de convergencia. En una cartera global equilibrada, EE. UU. sigue siendo el pilar de estabilidad, pero **las valoraciones exigen selectividad, no sobreexposición.**

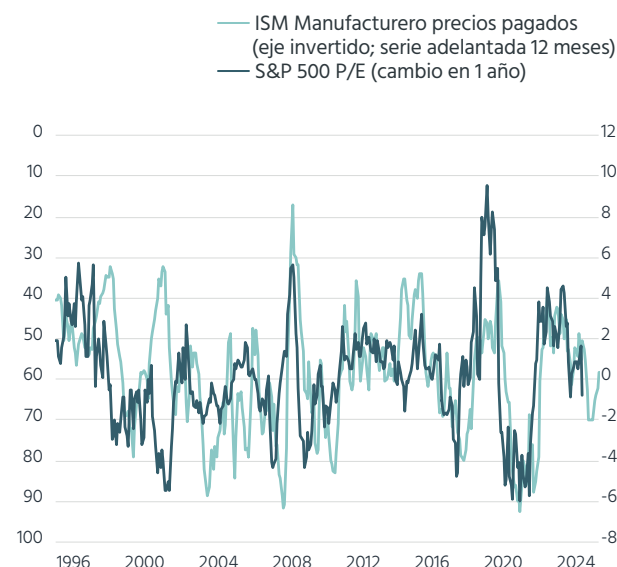
Comportamiento (en base 100) desde la creación de ChatGPT



Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025

¹ Fuente: US Treasury; CBO (Congressional Budget Office), IMF Fiscal Monitor

Los múltiplos deberían comprimirse un poco



Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025



El liderazgo estadounidense no se mide ya en crecimiento, sino en coherencia. En un ciclo más maduro y selectivo, la rentabilidad dependerá menos del impulso y más de la capacidad de las empresas para convertir disciplina e innovación en valor duradero.

Renta variable Europea: el regreso del valor y la consistencia

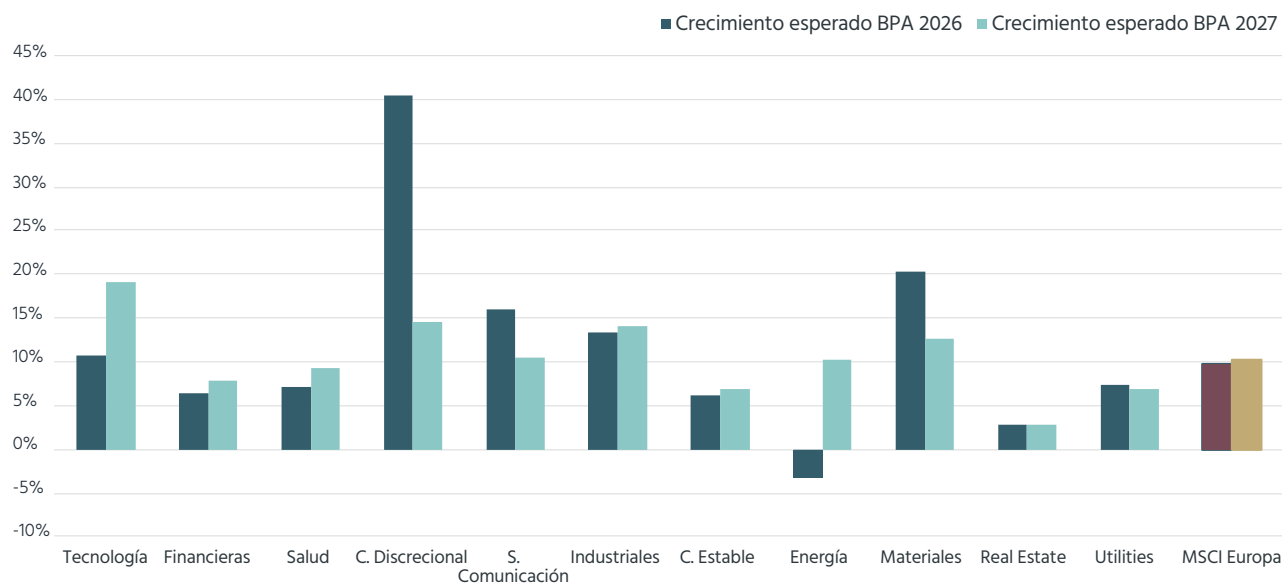
Europa afronta 2026 con una base más sólida y predecible que en los años anteriores. Tras superar la crisis energética, la inflación elevada y la rápida normalización monetaria, la región consolida un entorno de estabilidad que devuelve protagonismo a los beneficios empresariales, la disciplina financiera y la gestión activa. La política fiscal es más coherente, la inflación se ha estabilizado y la rentabilidad vuelve a tener fundamento real. El nuevo ciclo europeo no se caracteriza por la velocidad, sino por la consistencia y la previsibilidad.

El crecimiento de beneficios se consolida tras un 2025 de recuperación¹. Las previsiones apuntan a un incremento del BPA² cercano al **10 %**, apoyado en la moderación de los costes laborales, la normalización de las cadenas de suministro y la reactivación de la demanda interna. Aunque el promedio agregado de márgenes corporativos en Europa se mantiene apenas por encima de la media histórica, este contexto favorece a empresas que consigan eficiencias operativas y apalanquen estructuras de capital conservadoras. En este nuevo escenario, la rentabilidad depende menos de la política monetaria y más de la capacidad de las compañías para sostener márgenes en un entorno de precios estables.

Las valoraciones siguen siendo uno de los principales atractivos de Europa. El mercado cotiza con un descuento estructural significativo frente a Estados Unidos, tanto en múltiplos de beneficios como en valor contable. El MSCI Europa cotiza cerca de **14x beneficios esperados**², frente a más de **22x** en el S&P 500. Esta brecha no refleja debilidad, sino oportunidad: la calidad de los beneficios europeos se ha fortalecido y la generación de caja es consistente incluso en entornos de crecimiento moderado.

La mejora de márgenes es visible en sectores industriales, energía y consumo básico. El impulso fiscal hacia la transición energética y la modernización de infraestructuras beneficia a eléctricas, materiales y tecnología aplicada, mientras que las empresas de salud y consumo premium consolidan su papel defensivo. La exposición global de las grandes compañías europeas —que generan más de la mitad de sus ingresos fuera del continente— permite capturar crecimiento internacional y mitigar la dependencia del ciclo regional.

Crecimiento de beneficios por sector Europa²



¹ Fuente: FactSet Earnings Insight (Europa) – múltiples informes 2024–2025 y S&P Global Market Intelligence (Europe Earnings Outlook 2024–2026)

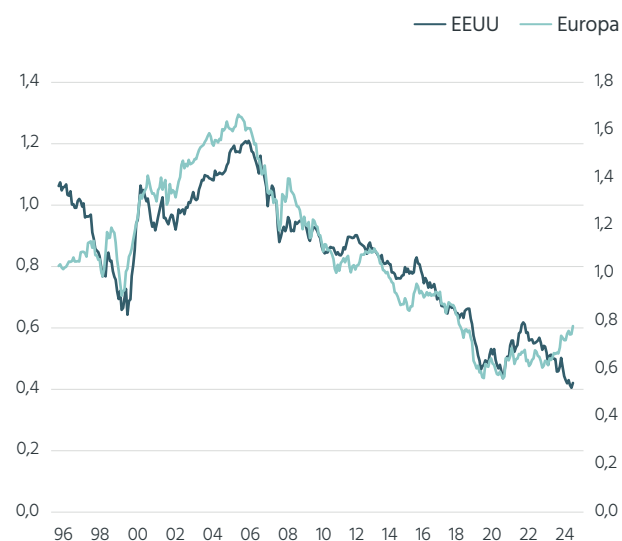
² Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

Dentro del bloque, las diferencias nacionales son relevantes, pero la narrativa común es de recuperación ordenada. Alemania comienza a estabilizar su sector industrial tras varios años de contracción; Francia mantiene un crecimiento moderado condicionado por su déficit fiscal; e Italia sigue siendo un mercado de alternativa táctica, con alta sensibilidad a los tipos. **España¹** destaca como uno de los polos de estabilidad del continente: su combinación de crecimiento superior a la media, solidez del sector bancario y atractivo en valoración la convierte en uno de los referentes más consistentes del universo europeo. Con un diferencial de deuda frente a Alemania² en mínimos históricos, el país se percibe como un punto intermedio entre núcleo y periferia: rentable, pero estable.

Los flujos de inversión refuerzan esta tendencia. Las entradas de fondos de inversión europeos³ aumentan de forma sostenida desde finales de 2024, con foco en estrategias de dividendo, sostenibilidad y transición energética. La dispersión de retornos ofrece un terreno fértil para la gestión activa: la selección de compañías y países es clave en un entorno donde la volatilidad de resultados corporativos sigue a la baja.

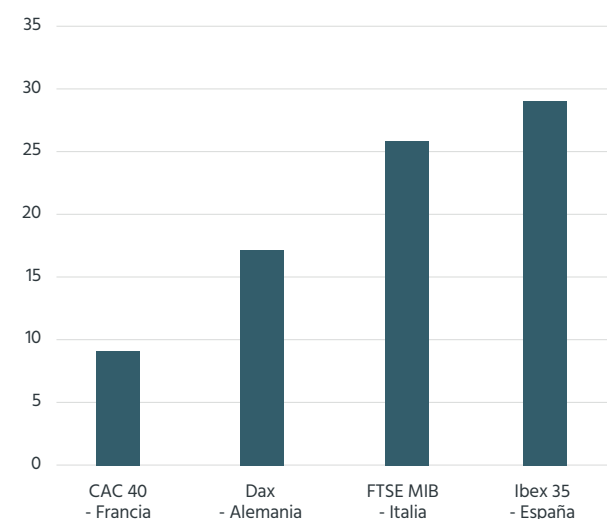
Para el inversor patrimonial, Europa representa el componente de estabilidad dentro de la renta variable global. Su rentabilidad esperada puede ser inferior a la de los mercados más dinámicos, pero su perfil riesgo-retorno es más equilibrado. Las empresas europeas destacan por su disciplina financiera, su compromiso con la sostenibilidad y su capacidad para generar valor constante en el tiempo. En carteras de largo plazo, la exposición a Europa actúa como ancla frente a la volatilidad global y como vía para identificar alternativas selectivas en sectores ligados a la transición verde y la innovación industrial.

Relación Valor y Crecimiento



Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025

España ha tenido el mejor comportamiento anualizado en los últimos 3 años (%)



Bloomberg. Cálculo entre noviembre 2022 y noviembre 2025

1 Fuentes: FMI – World Economic Outlook, abril 2024, Banco de España – Financial Stability Report, otoño 2023, y MSCI Europe vs MSCI Spain – Valuation metrics (enero 2024)

2 Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

3 Fuente: EFAMA – European Investment Fund Industry Trends (Q4 2024 y Q1 2025)



Europa ha recuperado su esencia: equilibrio, disciplina y valor. Su fortaleza no reside en la magnitud del crecimiento, sino en la calidad de sus fundamentos. En un ciclo que premia la consistencia, Europa vuelve a ser el punto de referencia entre prudencia y rentabilidad.

Renta variable emergentes: el nuevo motor del crecimiento global

Los mercados emergentes encaran 2026 con una fortaleza estructural inédita desde hace más de una década. Tras años de volatilidad y desajustes, el bloque ha recuperado credibilidad macroeconómica, equilibrio monetario y atractivo para el capital internacional. En un entorno global de crecimiento moderado y tipos reales positivos, los emergentes se posicionan como la principal fuente de dinamismo y diversificación estructural que complementa a las economías desarrolladas.

El crecimiento de beneficios corporativos continúa siendo el eje central. Las previsiones sitúan el avance del BPA¹ agregado por encima del **15%**, superando con holgura el ritmo esperado en las economías desarrolladas. Este diferencial no se explica solo por el rebote pospandemia o la desinflación, sino por la consolidación de un modelo productivo más sofisticado, diversificado y orientado a productividad. Asia lidera en tecnología y manufactura avanzada; América Latina aporta rentabilidad real y estabilidad monetaria; y Europa emergente se beneficia de la relocalización de cadenas de suministro.

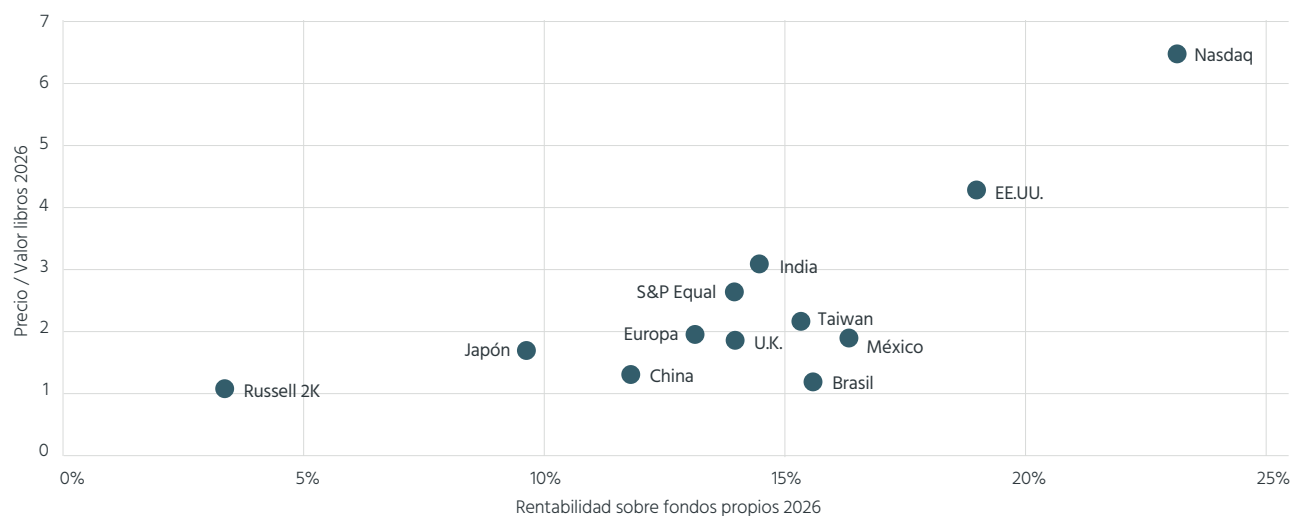
La debilidad del dólar ha sido un catalizador clave. Históricamente, los activos emergentes presentan correlación negativa con la divisa estadounidense; cada fase de depreciación del dólar tiende a potenciar su rendimiento relativo. En 2026, con la Fed en un modo más neutral y la inflación global moderándose, las condiciones financieras vuelven a favorecer a los mercados periféricos, lo que se traduce en entradas netas a fondos emergentes por primera vez desde 2021.

El atractivo de los emergentes reside también en su valoración. El MSCI *Emerging Markets* cotiza cerca de **13x beneficios esperados**¹, frente a más de **22x** en Estados Unidos. Esta diferencia no refleja riesgo, sino oportunidad: las compañías emergentes generan rentabilidades sobre fondos propios² en torno al **13%**, niveles comparables a los mercados desarrollados ex-EE. UU., pero con un mayor potencial de convergencia.



La asimetría entre valoración y potencial convierte al bloque en una alternativa lógica dentro de carteras diversificadas de largo plazo

Relación rentabilidad y precio¹



¹ Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

² Noviembre 2025

En Asia, el liderazgo se vuelve más distribuido. China¹ avanza hacia un modelo basado en consumo, tecnología verde e innovación, mientras India² se consolida como el mercado más dinámico del bloque gracias a reformas estructurales, urbanización y una población joven en expansión. En el Sudeste Asiático³, Indonesia, Malasia y Vietnam emergen como polos de producción beneficiados por el *nearshoring* y la relocalización manufacturera desde China.

América Latina⁴ aporta un perfil distinto: menor crecimiento tendencial, pero mayor rentabilidad real y estabilidad monetaria. **Brasil** destaca por su credibilidad monetaria y fiscal, baja volatilidad y empresas con balances robustos. **México**, por su parte, capitaliza el auge del *nearshoring* y la integración manufacturera con EE. UU. Chile y Perú mantienen fundamentos sólidos, mientras que Colombia y Argentina son alternativas más tácticas y ligadas al ciclo político.

La dispersión entre países y sectores convierte a la gestión activa en una herramienta esencial. La elevada concentración del MSCI *Emerging Markets* en Asia puede ocultar oportunidades en regiones con valoraciones más bajas o dividendos más elevados. Los enfoques temáticos —transición energética, digitalización, inclusión financiera— permiten capturar mejor la diversidad del bloque.

Para el inversor patrimonial, la renta variable emergente representa una pieza estratégica de largo plazo: menos dependiente de la liquidez global y más vinculada al crecimiento real. La región ofrece diversificación geográfica y sectorial, exposición a productividad y demografía, y un diferencial de valoración que aún no se ha cerrado. En un mundo donde los retornos se moderan y la concentración de mercado limita las alternativas, los emergentes vuelven a ser el componente de crecimiento estructural en las carteras globales.

1 Fuente: FMI — *People's Republic of China: Article IV Consultation* (enero 2024)

2 Fuente: FMI — *India: Article IV Consultation* (enero 2024)

3 Fuente: FMI — *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific* (abril 2024)

4 Fuente: FMI — *World Economic Outlook* (abril 2024) y Banco Mundial — *Global Economic Prospects* (enero 2024)



Los mercados emergentes ya no son una promesa volátil, sino una realidad en consolidación. Su madurez económica y su diversidad los convierten en el contrapeso natural de un ciclo global que premia coherencia y disciplina.

2.3. Mercados privados

Los mercados privados se han consolidado como el pilar estructural del patrimonio global. Tras más de una década de expansión impulsada por la liquidez, el sector atraviesa un proceso de ajuste saludable que redefine sus fundamentos.

El exceso de capital barato dio paso a una nueva etapa: la rentabilidad vuelve a depender del análisis, la selección y la gestión disciplinada.

Para los inversores de largo plazo, esta transición marca el retorno del sentido original de los mercados privados: invertir con propósito, generar flujo real y construir valor a través del tiempo.

**La era del capital
impaciente ha terminado;
comienza el tiempo
del capital paciente.**

Mercados privados: el capital paciente como fuente de rentabilidad

Los mercados privados han sido, durante los últimos veinte años, uno de los motores más potentes de creación de valor en las carteras institucionales y patrimoniales. En 2026, ese liderazgo se mantiene bajo un enfoque más disciplinado. El ciclo de expansión masiva ha terminado y la industria entra en una fase selectiva, donde la calidad del activo y la capacidad del gestor vuelven a ser determinantes.

El entorno combina tres características inéditas: tipos reales positivos, mayor dispersión entre estrategias y flujos más concentrados hacia gestores con credibilidad. Tras la contracción de 2023–2024, la estabilización de los tipos y la normalización de valoraciones han devuelto equilibrio al sector. El crecimiento del capital comprometido será más lento, pero más sostenible, y los retornos tenderán a reflejar la eficiencia operativa y la experiencia del gestor más que la expansión de múltiplos.

El **Private Equity** sigue siendo el corazón del ecosistema, aunque con un comportamiento más diferenciado por estrategia. Las operaciones buyout han reducido su dependencia del apalancamiento, los fondos growth buscan empresas rentables con flujos probados y el mercado secundario se convierte en el punto de encuentro entre liquidez y eficiencia. En un entorno de menor financiación, los fondos secundarios pueden destacar por su perfil riesgo-retorno: permiten acceder a carteras diversificadas a descuentos razonables, capturar flujo temprano y reducir la duración efectiva de la inversión.

El **Private Credit** se ha consolidado como el otro gran eje estructural. El desapalancamiento de la banca y el endurecimiento regulatorio han abierto un espacio permanente para la financiación directa. Los fondos de crédito privado pueden proporcionar estabilidad, visibilidad de retornos y control del riesgo, especialmente en estrategias senior y asset-backed. En 2026, las inversiones más equilibradas se concentran en crédito senior garantizado y estructuras unitranche, donde la combinación de calidad del colateral y disciplina de underwriting ofrece rendimientos ajustados al riesgo superiores a los de la deuda pública o corporativa tradicional¹.

El **Real Estate** recupera protagonismo tras varios años de ajustes en valoración. La subida de tipos penalizó los segmentos más apalancados y devolvió el poder de negociación al capital paciente. En 2026, el valor puede estar en los activos core y core plus, con flujos estables y gestión profesionalizada. Sectores como living (multifamiliar, senior housing, student housing), logística y data centers concentran el interés institucional. La revalorización no vendrá de la expansión de múltiplos, sino de la generación eficiente de rentas.

30%
Peso mínimo
recomendado en la
clase de activo

+22%
Incremento del
volumen de
operación Private
Equity en 2024²

5.000
millones de dólares³
Estimación
tamaño del mercado
de Private Credit
para 2029

Los mercados privados tienen mejor comportamiento en mercados bajistas²

	Estallido de la burbuja puntocom 2000-2002	Crisis financiera global 2007-2009	Crisis eurozona 2010-2012	Brote de Covid-19 2020	Regreso de la inflación 2022	Promedio
Índice Global de Private Equity	-16%	-6%	+16%	+18%	-8%	1%
Índice MSCI ACWI (bruto)	-18%	-9%	+7%	+2%	-18%	-7%
Diferencia comportamiento Private Equity y MSCI ACWI	+2%	-3%	+9%	-16%	+10%	+8%

¹ Fuente: Moody's – Private Credit Default and Recovery Study (2023 / 2024) y Proskauer – Private Credit Default Index (2024)

² Fuente: Schroders Capital – Private Assets Market Outlook 2024

³ Fuente: Apollo – 2024 Credit Outlook: The Next Phase of Private Credit

Los **Real Assets** e infraestructuras mantienen su atractivo estructural. En un mundo de transición energética y digital, la inversión en energía renovable, redes eléctricas, almacenamiento y transporte de datos se convierte en una extensión natural del concepto de renta fija real. Estas pueden ofrecer ingresos predecibles indexados a inflación y diversificación frente al ciclo financiero.

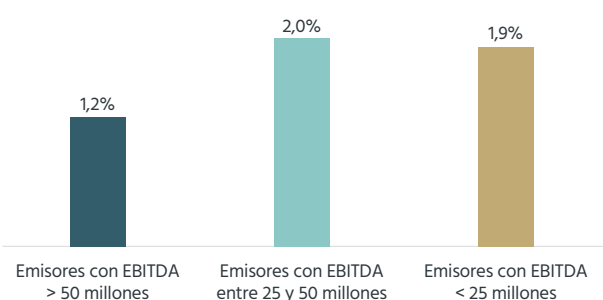
El **Venture Capital (VC)** atraviesa una fase de maduración. Tras los excesos del ciclo 2020–2022, el mercado se ha reajustado y vuelve a centrarse en empresas con modelos probados y trayectoria hacia la rentabilidad. La corrección de precios y la consolidación de rondas más pequeñas crean terreno fértil para gestores especializados capaces de identificar innovación real en IA, automatización y biotecnología. A largo plazo, el VC mantiene su papel como vía de exposición a crecimiento estructural, pero con un rol más acotado dentro de las carteras patrimoniales.

En conjunto, los mercados privados entran en una etapa de madurez que premia la gestión activa y la selección de gestores. La diferencia de rentabilidad entre fondos del primer y cuarto cuartil **supera los 1.000 pb¹**, lo que convierte la elección del *manager* en una decisión estratégica. La experiencia, el acceso a información, la alineación de intereses y una buena gobernanza pueden ser ahora los verdaderos motores del retorno.

De cara a 2026, las estrategias más atractivas combinan visibilidad, liquidez parcial y disciplina: **fondos Secundarios, Private Credit y Real Estate core**. Estos tres pilares constituyen la base sobre la que construir rentabilidad patrimonial en un entorno de normalización económica y tipos reales positivos.

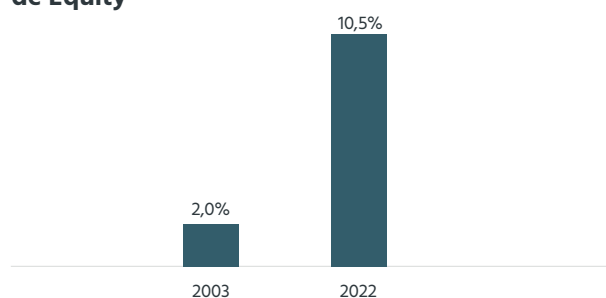
El futuro de los mercados privados tendrá un comportamiento más limitado, pero más eficiente y transparente. La industria se consolida alrededor de gestores especializados, estructuras más sostenibles y métricas de rentabilidad más realistas. En esta nueva etapa, la experiencia puede sustituir al volumen como motor de éxito.

Tasa de impago mercado de crédito privado 2021-2024 (%)



Fuente: Proskauer Private Credit Default Index

Private Equity como % del Mercado Total de Equity



Fuente: Apollo – 2024 Credit Outlook: The Next Phase of Private Credit

¹ Fuente: McKinsey – Global Private Markets Review 2023 (publicado marzo 2023) y Prequin – Global Private Equity & Venture Capital Report 2024 (enero 2024)



Los mercados privados son el espacio donde la paciencia se puede convertir en rentabilidad. En un mundo que ha vuelto a valorar el tiempo, la selección de gestores y la disciplina del capital son las nuevas formas de generar valor real.

Retornos anualizados de los índices de Mercados Privados

Índice	1 año	5 años	10 años	15 años
Private equity	4,3%	15,5%	14,0%	14,6%
Venture capital	6,8%	11,8%	11,4%	13,2%
Inmobiliario	2,2%	7,1%	7,4%	9,6%
Activos reales	3,1%	11,3%	7,0%	7,7%
Deuda privada	5,9%	9,6%	7,6%	8,8%
Fondos de fondos	8,2%	13,8%	12,3%	12,2%
Secundarios	5,9%	15,1%	11,6%	13,4%
Private capital	4,3%	13,2%	11,4%	12,3%

Fuente: PitchBook – Global Private Market Fund Performance Report (última edición: 2023 / 2024)

Matriz de correlación ajustadas por retornos

Índices de Mercados Privados								Índices de mercados públicos						
Capital privado	Private equity	Venture capital	Inmobiliario	Activos reales	Deuda privada	Fondos de fondos	Secundarios	S&P 500	Mercados globales	Inmobiliario global	Energía global	High Yield global	Bonos del Tesoro de EE. UU.	
1,00	0,99	0,61	0,67	0,49	0,71	0,59	0,29	0,72	0,75	0,63	0,58	0,63	-0,36	Capital privado
	1,00	0,54	0,62	0,44	0,65	0,54	0,31	0,72	0,75	0,62	0,56	0,62	-0,35	Private equity
		1,00	0,23	0,30	0,42	0,64	0,02	0,47	0,46	0,33	0,30	0,41	-0,33	Venture capital
			1,00	0,33	0,47	0,23	0,19	0,38	0,41	0,44	0,31	0,29	-0,16	Inmobiliario
				1,00	0,32	0,35	0,05	0,35	0,37	0,34	0,44	0,33	-0,16	Activos reales
					1,00	0,39	0,27	0,61	0,69	0,64	0,59	0,72	-0,37	Deuda privada
						1,00	0,33	0,37	0,38	0,28	0,25	0,31	-0,20	Fondos de fondos
							1,00	0,20	0,23	0,23	0,28	0,10	-0,11	Secundarios
								1,00	0,96	0,76	0,65	0,75	-0,40	S&P 500
									1,00	0,84	0,72	0,82	-0,38	Mercados globales
										1,00	0,58	0,79	-0,14	Inmobiliario global
											1,00	0,61	-0,52	Energía global
												1,00	-0,25	High Yield global
													1,00	Bonos del Tesoro de EE. UU.

Fuente: PitchBook – Global Private Market Fund Performance Report (última edición: 2023 / 2024)

2.4. Commodities y divisas

En 2026, las divisas y los activos reales recuperan su papel esencial dentro de la arquitectura patrimonial.

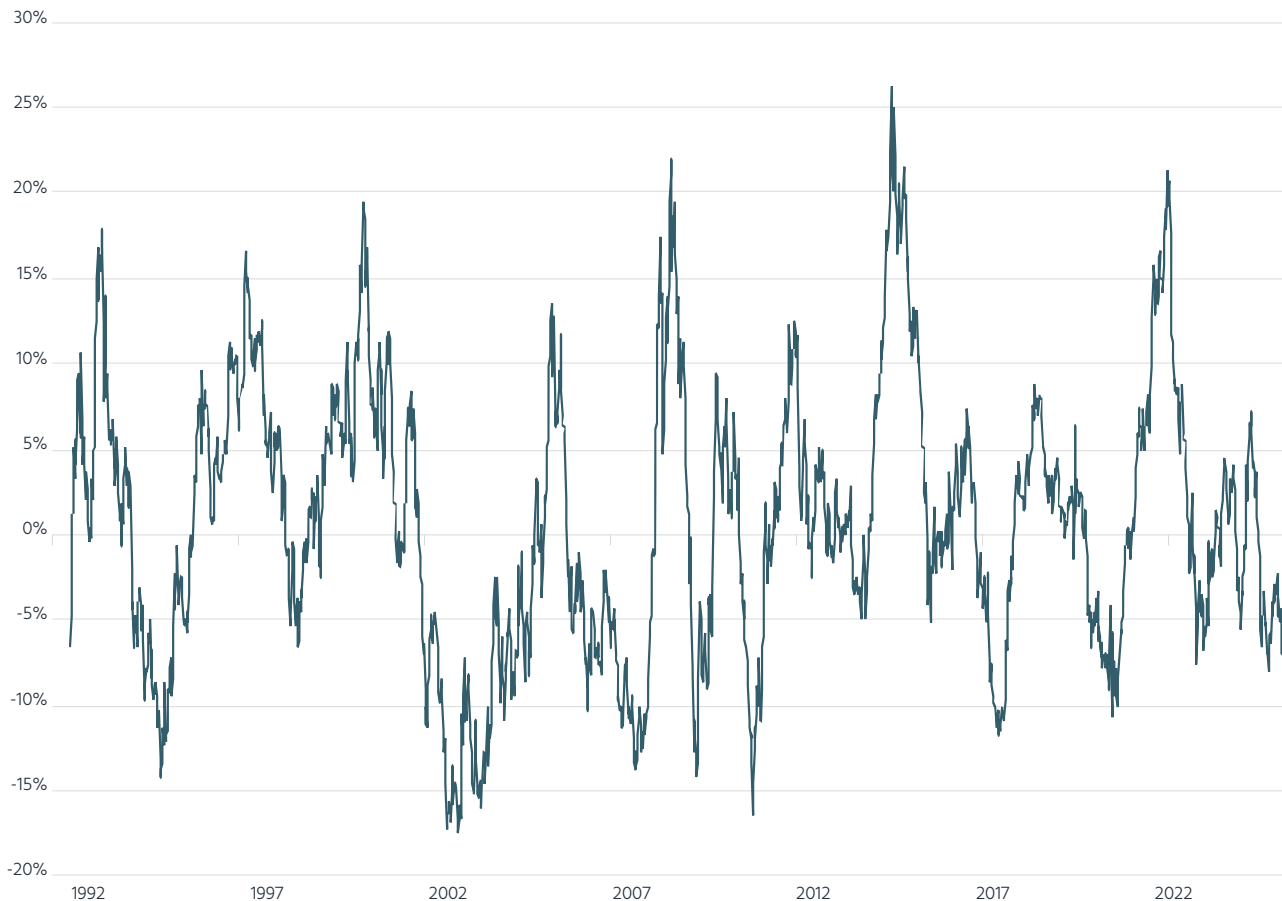
El fin de la expansión monetaria y la vuelta de los tipos reales positivos han redefinido el concepto de valor: el capital ya no se protege sólo con rentabilidad financiera, sino también con coherencia y diversificación.

El dólar y el euro siguen siendo los pilares del sistema, pero su estabilidad se mide ahora frente a un entorno más fragmentado, donde el oro y las materias primas estratégicas vuelven a ser el ancla de credibilidad en un mundo que ha aprendido el precio del riesgo.

El valor del dinero vuelve a medirse en confianza; el de los activos reales, en permanencia.

Divisas y commodities: El valor de la estabilidad en un mundo multipolar

Comportamiento índice dólar (YoY)



Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

Dólar: de refugio absoluto a divisa de equilibrio

El dólar entra en 2026 desde una posición de fortaleza relativa, pero bajo un régimen distinto al de la última década. Tras los ajustes monetarios y fiscales de 2024–2025, ha perdido parte del impulso que lo llevó a máximos, aunque conserva su relevancia estructural. Con la Reserva Federal manteniendo tipos en torno al 3 % para finales de 2026 y la inflación convergiendo hacia su objetivo, la prima de refugio se reduce, pero no su papel central en el sistema financiero global.

El déficit fiscal¹ —superior al 6 % del PIB— y la deuda pública en niveles históricos erosionan parcialmente la percepción del dólar como activo sin riesgo. Sin embargo, su condición de moneda de reserva, la profundidad de los mercados de capital y su función operativa lo mantienen como la referencia defensiva mundial. Para el inversor patrimonial, el dólar sigue siendo la divisa del flujo, la liquidez y la seguridad jurídica, aunque en un rol más equilibrado dentro de un sistema crecientemente multipolar.

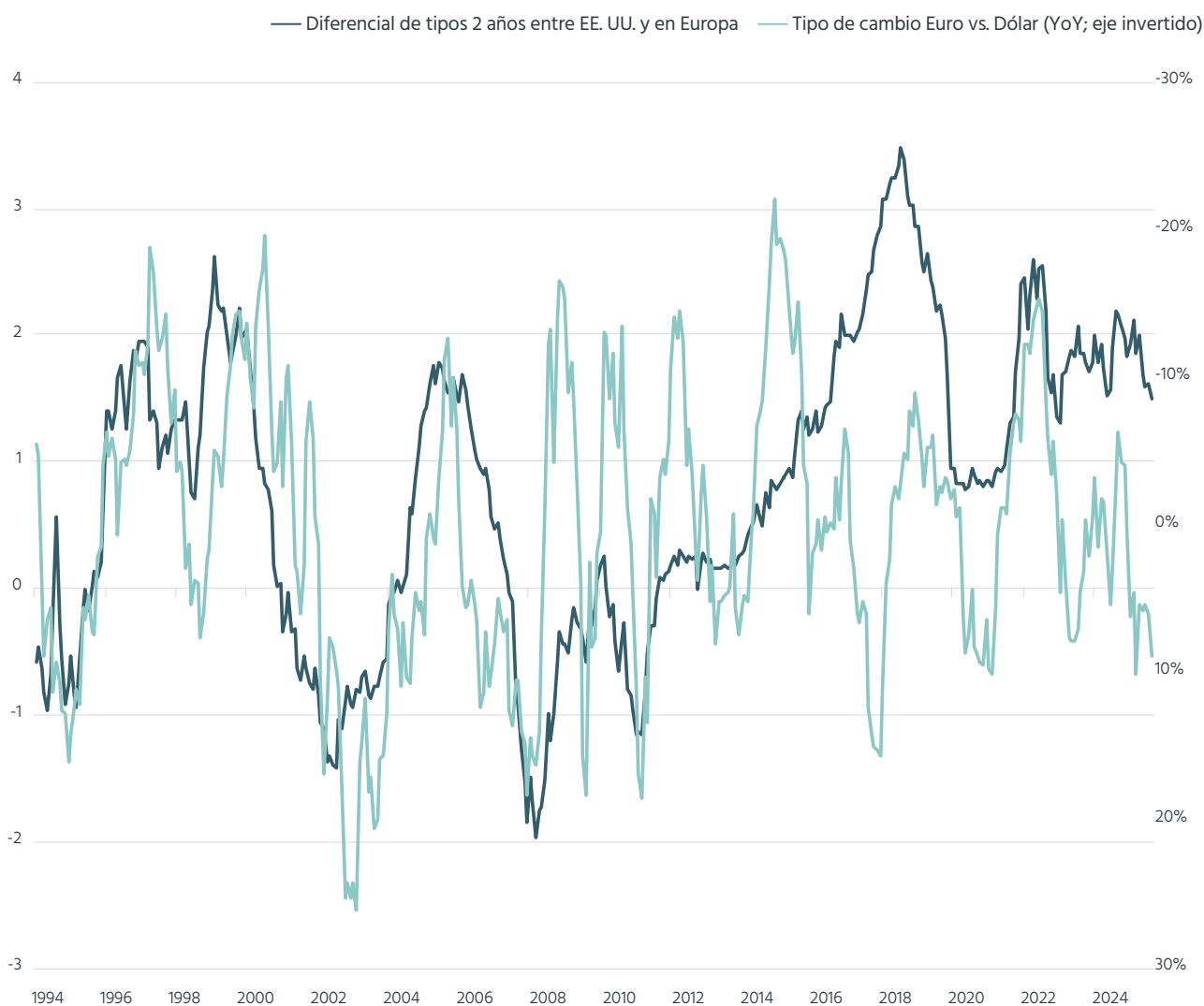
¹ Fuente: US Treasury; CBO (Congressional Budget Office), IMF Fiscal Monitor

Euro: disciplina, equilibrio y credibilidad restaurada

El euro entra en 2026 con la mayor estabilidad de su historia reciente. La normalización gradual del BCE ha devuelto confianza y previsibilidad a los mercados, conteniendo diferenciales soberanos y estabilizando la inflación. Su cotización en torno a 1,15–1,20 USD en los últimos 6 meses refleja una paridad más equilibrada de tipos reales y expectativas.

Para el inversor global, el euro es la divisa del equilibrio: menos volátil que las emergentes, más diversificada que el dólar y con coherencia institucional reforzada. En carteras patrimoniales, cumple una doble función estructural: cobertura frente al dólar y ancla de estabilidad en activos denominados en euros.

El diferencial de tipos apoya al Euro (%)



Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025

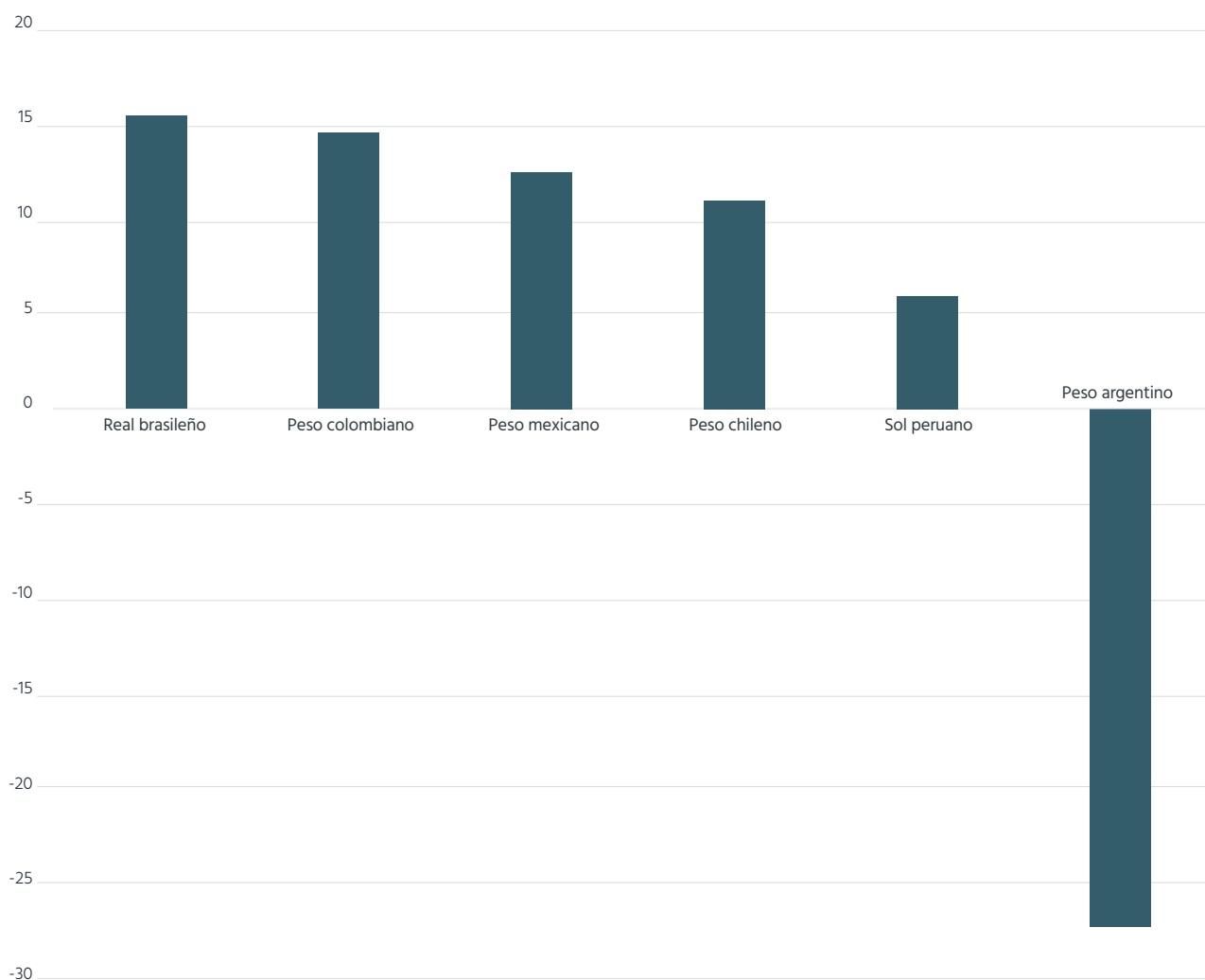
Libra, yen y divisas emergentes: diversificación táctica

La libra continúa recuperándose tras años de inestabilidad política y fiscal, aunque sigue condicionada por la fragilidad externa y su dependencia del capital extranjero.

El yen, tras el fin de los tipos negativos, se ha fortalecido ligeramente en consonancia con la transición monetaria japonesa.

Las divisas emergentes, especialmente en Latinoamérica, se benefician de disciplina monetaria, estabilidad de precios de materias primas y balances externos más sólidos, convirtiéndose en diversificación táctica para carteras en USD.

Revalorización vs Dólar en 2025 (%)



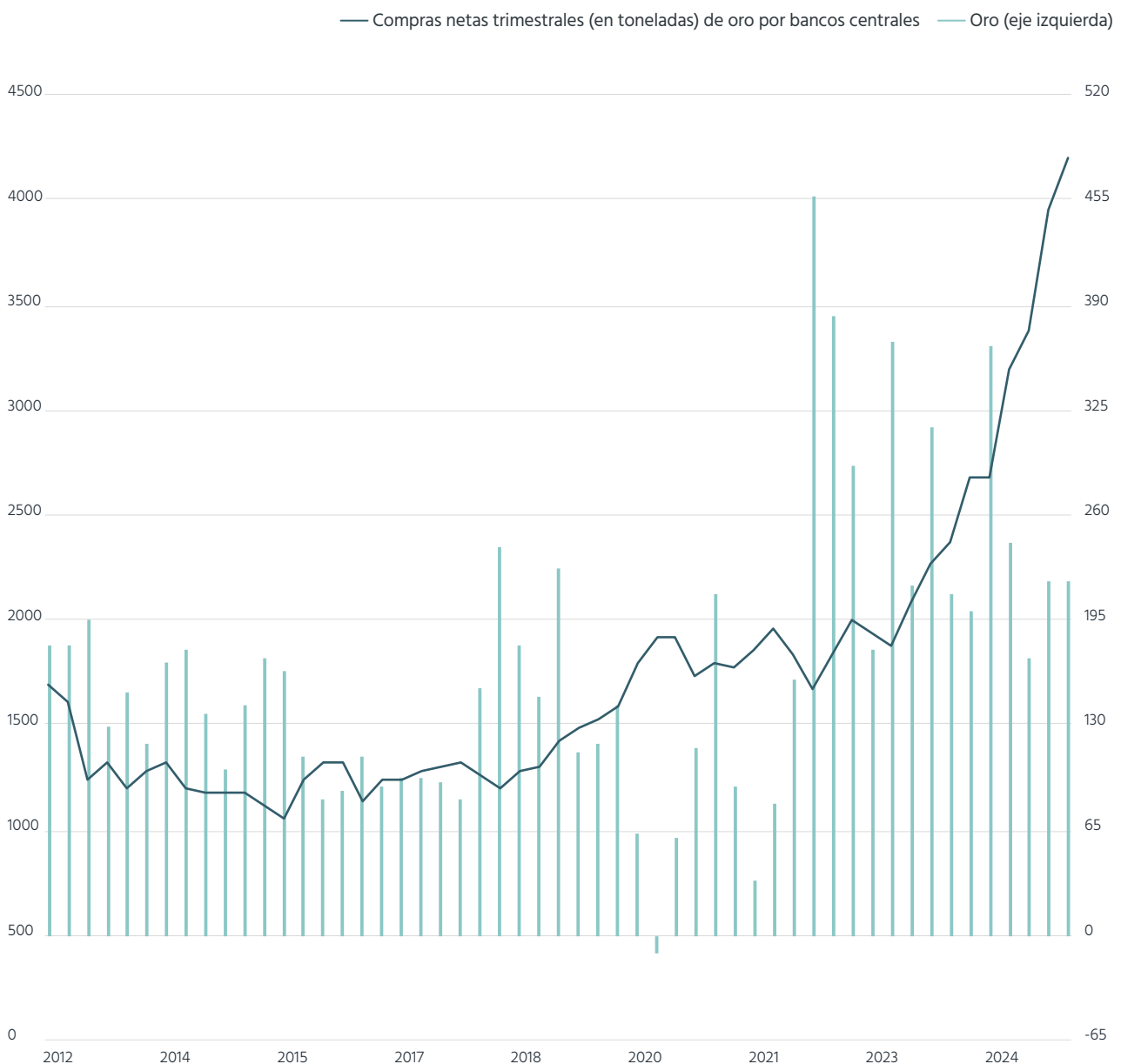
Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025

Oro: la nueva moneda de la estabilidad

En 2026, el oro consolida su papel como activo estratégico estructural. Su relevancia trasciende la función de refugio: se convierte en la moneda silenciosa de la estabilidad global. En un mundo con deuda récord y déficits persistentes, los inversores — institucionales y soberanos— buscan activos sin contraparte. Durante 2025, las compras oficiales alcanzaron máximos de dos décadas, reforzando su papel como reserva soberana.

Para las carteras patrimoniales, su función es estratégica: un peso del 3–5% ofrece estabilidad, liquidez y protección intergeneracional. El oro ya no sube por miedo, sino por prudencia: refleja un cambio de mentalidad hacia la preservación del valor real.

Los bancos centrales mueven el precio del Oro



Fuente: Bloomberg. Noviembre 2025

Petróleo: equilibrio inestable en la transición energética

El petróleo sigue siendo uno de los principales barómetros geopolíticos. A pesar del avance de la transición energética, la oferta permanece ajustada y la inversión en exploración está en mínimos históricos. Los precios se estabilizan entre **60 y 70 dólares**, en los últimos 6 meses, evidenciando un mercado donde los riesgos de disrupción superan los de exceso de oferta.

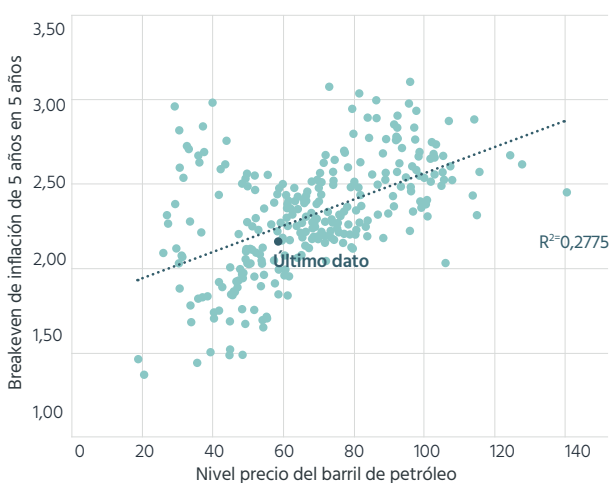
Para el inversor patrimonial, su papel ya no es el de activo financiero, sino de **indicador estratégico**: sin estabilidad energética, no hay crecimiento global sostenible en el tiempo.

Cobre: el metal del crecimiento verde

El cobre se consolida como el metal crítico de la electrificación global. La transición energética, la expansión de redes eléctricas y la fabricación de vehículos eléctricos sostienen precios firmes a largo plazo. Aunque su volatilidad a corto plazo sigue siendo elevada, el déficit estructural de oferta lo convierte en una inversión estratégica para la próxima década.

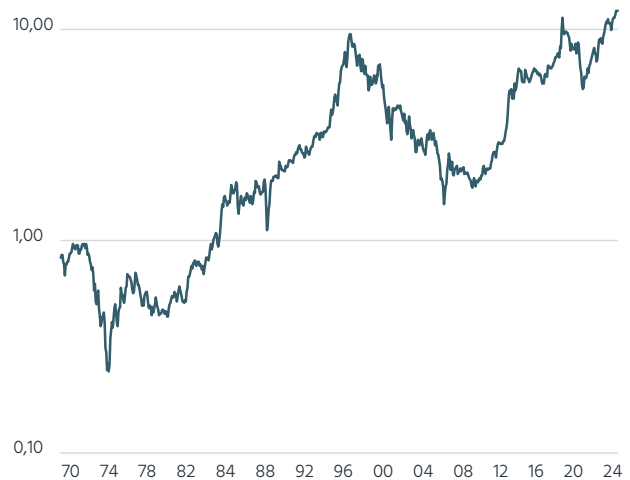
Dentro de una cartera patrimonial, el cobre no actúa como cobertura, sino como **exposición directa a inversión real y a la transformación industrial**.

El petróleo importa en las estimaciones de inflación



Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025

El activo financiero (bolsa) bate al activo real (commodities) en el largo plazo



Fuentes: Bloomberg. Noviembre 2025
El gráfico está en escala logarítmica



En un mundo que ha redescubierto el valor del dinero y de los activos tangibles, las divisas fuertes y el oro se convierten en los guardianes naturales del patrimonio. El dólar aporta liquidez, el euro coherencia y el oro permanencia: tres formas distintas de expresar una idea común —la estabilidad no se busca, se construye.



ARQUITECTURA DE LA CARTERA

El mundo entra en 2026 con un sentido renovado y más claro del valor y del riesgo. Tras una década de liquidez abundante y estímulos, la economía global ha recuperado el equilibrio: la inflación converge, el crecimiento se normaliza y los tipos reales positivos vuelven a ser el ancla de la estabilidad.

Este cambio de régimen obliga a repensar la forma de invertir. La abundancia ya no protege; la disciplina vuelve a ser la diferencia. En este contexto, la gestión patrimonial debe focalizarse en el diseño, de la oportunidad al propósito. La cartera deja de ser una reacción al mercado y se convierte en una arquitectura del tiempo y del propósito.

La estrategia global de inversión se construye sobre tres convicciones esenciales: la necesidad de mantener exposición al crecimiento real, la importancia de capturar flujos estables de rentabilidad y la disciplina como eje de preservación del capital. El punto de partida es un mundo de crecimiento moderado, deuda elevada y tipos que está previsto que permanezcan estructuralmente por encima del promedio de las últimas dos décadas. Esto implica retornos más contenidos, pero más sostenibles y más predecibles. El objetivo ya no es batir al ciclo, sino integrarlo con coherencia.

La renta variable sigue siendo el motor estructural del crecimiento patrimonial, pero exige una aproximación más selectiva. Estados Unidos continúa siendo el mercado de referencia, aunque sus valoraciones exigen una selectividad mayor. Renunciar al liderazgo americano sería renunciar a la innovación; por ello, las compañías con ventajas competitivas, balances sólidos y generación de caja predecible deben seguir siendo el núcleo del crecimiento. Europa ofrece el contrapeso natural: valoraciones más razonables, estabilidad fiscal y exposición a la transición energética y a la modernización industrial. Los mercados emergentes representan la otra fuente estructural de crecimiento: productividad, demografía y valoraciones contenidas se combinan como alternativas de inversión a un precio razonable.

La renta fija finalmente recupera su función original. En un entorno de tipos reales positivos, los bonos vuelven a aportar defensa y flujo estable. Las carteras deben mantener una duración intermedia —entre cinco y siete años— combinando crédito soberano de calidad con corporativo grado de inversión. El crédito privado complementa este bloque con ingresos reales adicionales y menor volatilidad que el *high yield* tradicional. El retorno provendrá más del *carry* que de los movimientos direccionales de tipos.

En los mercados privados, el capital paciente vuelve a ser ventaja competitiva. *Private Equity*, *Private Credit*, *Real Estate* e Infraestructuras se consolidan como pilares de estabilidad y rentabilidad real. En 2026, las estrategias más eficientes son los fondos secundarios, el crédito privado y el real estate core: combinan visibilidad, liquidez parcial y disciplina. La selección de gestores es el elemento crítico que determina el resultado.

El oro y los activos reales retoman su papel como anclas de estabilidad patrimonial. En un mundo de deuda elevada, el oro representa la cobertura más pura frente al riesgo fiscal y la erosión del poder adquisitivo. Las infraestructuras y la energía renovable aportan tangibilidad y exposición a tendencias estructurales de largo plazo.

El equilibrio de divisas se apoya en un dólar que sigue siendo el eje operativo del sistema financiero global —aunque con menor prima de refugio— y en un euro que emerge como símbolo de estabilidad y disciplina. Juntas, ambas monedas aportan cobertura natural frente a los movimientos cíclicos y una base sólida para gestionar liquidez. Las divisas emergentes, especialmente el real brasileño y el peso mexicano, mantienen su atractivo como fuentes de *carry* y diversificación táctica.

Por tanto, una estructura de cartera que combina riesgo y flujo, liquidez y permanencia. Un 60–65 % en activos de crecimiento (renta variable y mercados privados orientados a *equity*), un 25–30 % en activos de flujo y estabilidad (crédito, renta fija, infraestructuras) y un 10 % en activos reales y liquidez estratégica ofrece un perfil sólido y coherente con el régimen actual de tipos reales positivos.

El reto no es maximizar retornos, sino diseñar carteras que puedan vivir —y prosperar— en el tiempo. La disciplina es la nueva forma de rentabilidad: ajustar sin reaccionar, diversificar sin dispersarse, asumir riesgo solo donde se paga adecuadamente. La gestión patrimonial entra así en una etapa de madurez: menos dependiente del ciclo, más vinculada a la convicción. Beyond Wealth entiende la estructura de cartera no como una simple asignación de activos, sino como una arquitectura de principios y coherencia. En 2026, la rentabilidad sostenible surge de la alineación entre decisiones y horizonte, combinando crecimiento e ingresos reales, liquidez y duración, riesgo y propósito.

El futuro de la gestión no consiste en adivinar el mercado, sino en construir carteras capaces de resistirlo.

Comportamiento de las clases de activo por año en USD a noviembre 2025

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 YTD
Alternativ. 15,59%	Alternativ. 10,64%	RV Latam. 31,03%	RV Asia 31,67%	Alternativ. 18,51%	RV EE. UU. 31,48%	Alternativ. 85,87%	Alternativ. 48,81%	Materias Primas 16,09%	RV Latam. 32,7%	Oro 27,21%	Oro. 54,89%
RV EE. UU. 13,68%	RV Japón 9,56%	RF High Yield 17,12%	RV Europa 25,5%	RF Gobierno 1,41%	RV Europa 23,77%	Oro 25,11%	RV EE. UU. 28,7%	RV Latam. 8,92%	RV EE. UU. 26,28%	RV EE. UU. 25,01%	RV Latam. 46,47%
RF Inv. Grade 7,46%	RV EE.UU. 1,38%	RF Emergente 16,32%	RV Japón 23,98%	Oro -1,5%	RV Japón -19,61%	RV Asia 19,7%	Materias Primas 27,1%	Oro -0,2%	RV Japón 20,31%	RF Emergente 10,52%	RV Europa 25,98%
RF Emergente 4,2%	RF Gobierno 7,46%	RV EE. UU. 11,95%	RV Latam. 23,74%	RF High Yield -2%	RV Asia 19,36%	RV EE. UU. 18,39%	RV Europa 16,29%	Alternativ. 5,6%	RV Europa 19,88%	RV Asia 9,55%	RV Asia 22,06%
RF Gobierno 2,57%	RF Inv. Grade -0,6%	Materias Primas 11,76%	RV EE. UU. 21,83%	RF Inv. Grade -2,5%	Oro 18,3%	RV Japón 14,48%	RF High Yield 5,27%	RF Gobierno -7,7%	RF High Yield 13,44%	RV Japón 8,3%	RV Japón 20,69%
RF High Yield 2,45%	RV Asia -1,9%	Oro 8,14%	Oro 13,53%	RV EE. UU. -4,3%	RV Latam. 17,46%	RF Inv. Grade 9,88%	RV Japón 1,7%	RF High Yield -11,1%	Oro 13,1%	RF High Yield 8,19%	RV EE. UU. 13,56%
RV Asia 488,59%	RV Europa 2,8%	Alternativ. 7,87%	Alternativ. 13,05%	RF Emergente -4,8%	RF Inv. Grade 14,53%	RF High Yield 7,11%	RF Inv. Grade -1%	RF Emergente -13,1%	RV Asia 11,44%	Alternativ. 7,76%	Materias Primas 13,02%
Oro -14%	RF High Yield -4,4%	RF Inv. Grade 6,11%	RF Emergente 10,62%	RV Latam. -6,5%	RF High Yield 14,31%	RF Gobierno 5,77%	RV Asia -1,4%	RV Europa -15%	RF Emergente -11,14%	Materias Primas 5,38%	RF Emergente 11,95%
RV Japón -4%	RF Emergente -5%	RV Asia 4,88%	RF High Yield 7,5%	Materias Primas -11,2%	RF Emergente 12,31%	RV Europa 5,38%	RF Gobierno -1,7%	RF Inv. Grade -15,7%	RF Inv. Grade 8,51%	RF Gobierno 2,41%	RF Inv. Grade 7,25%
RV Europa -6,1%	Oro -10,4%	RV Japón 2,37%	RF Inv. Grade 6,41%	RV Japón -12,8%	Materias Primas 7,69%	RF Emergente 4,52%	RF Emergente -2,4%	RV Japón -16,6%	Alternativ. 5,45%	RF Inv. Grade 2,12%	RF High Yield 7,15%
RV Latam -12,2%	Materias Primas -24,6%	RF Gobierno 1,05%	Materias Primas 1,7%	RV Asia -13,5%	RF Gobierno 5,22%	Materias Primas -3,1%	Oro -3,6%	RV Asia -17,2%	RF Gobierno 4,28%	RV Europa 1,78%	RF Gobierno 6,3%
Materias Primas -17%	RV Latam -31%	RV Europa -0,4%	RF Gobierno 1,13%	RV Europa -14,8%	Alternativ. 26,2%	RV Latam. -13,7%	RV Latam. -8%	RV EE. UU. -18,1%	Materias Primas -7,9%	RV Latam. -26,3%	Alternativ. 2,3%

Fuente: Bloomberg.

Indices utilizados: RV EE.UU. - SPXT Index; RV Europa - M1EU index; RV Japón - NDDUJN index; RV Latam - M1LA index; RV Asia - M1AP index; RF High Yield - LF98TRUU Index; RF High Yield - LF98TRUU Index; RF Emergente - BSELTRUU Index; RF Inv. Grade - LUACTRUU Index; RF Gobierno - LT08TRUU Index; RF Gobierno - LT08TRUU Index; Commodities - BCOMTR index; Alternativos - PEFOF Index; Oro - Xau curncy.

Comportamiento de las clases de activo por año en EUR a noviembre 2025

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 YTD
RV EE.UU. 28,67%	RV Japón 22,05%	RV Latam. 34,96%	Oro 29,59%	Alternativ 13,19%	RV EE.UU. 33,1%	Alternativ 102,5%	Alternativ 38,5%	Materias Primas 23,77%	RV Latam. 28,21%	RV EE.UU. 32,81%	Oro 72,23%
RF Gobierno 16,78%	RV Asia 14,68%	Materias Primas 15,15%	Alternativ 29,05%	RF Gobierno 1,37%	RV Europa 26,05%	Oro 36,3%	RV EE.UU. 37,89%	RV Latam. 16,06%	RV EE.UU. 21,41%	Oro 19,32%	RV Latam. 31,87%
RF Inv. Grade 15,28%	RV EE.UU. 12,22%	RV EE.UU. 14,55%	RV Europa 10,24%	RV EE.UU. -0,1%	RV Japón 21,81%	RV EE.UU. 8,02%	Materias Primas 36,73%	Oro -6,1%	Oro 16,62%	RV Japón 15,54%	Alternativ 13,76%
RV Asia 10,79%	RV Europa 8,22%	RF Emergente 7,93%	RV Asia 9,47%	RV Latam. -1,8%	RV Asia 21,44%	RV Japón 5,02%	RV Europa 25,13%	RV Asia -7,3%	RV Japón 16,24%	RV Asia 14,19%	RV Europa 13,42%
RV Japón 9,29%	RF High Yield 2,9%	RV Asia 7,29%	RV Japón 8,9%	RF Inv. Grade -2,3%	RV Latam. 19,62%	RF Gobierno 4,52%	RV Asia 10,42%	RV Europa -9,4%	RV Europa 15,83%	Materias Primas 12,44%	RV Japón 8,66%
RF High Yield 7,0%	RF Gobierno 1,83%	RF Inv. Grade 7,02%	RV Latam. 8,69%	RF High Yield -3,5%	Oro 15,68%	RF Emergente 4,5%	RV Japón 9,43%	RF High Yield -11,1%	RF High Yield 12,77%	RF High Yield 9,14%	RF Emergente 7,83%
RV Europa 6,83%	RF Emergente 0,74%	RF High Yield 6,47%	RV EE.UU. 6,37%	RF Emergente -4,8%	RF High Yield 12,29%	RF Inv. Grade 4,38%	RF High Yield 4,2%	Alternativ -11,1%	RV Asia 11,36%	RV Europa 8,58%	RV Asia 6,75%
RF Emergente 4,74%	Alternativ -0,6%	RV Japón 5,43%	RF High Yield 6,24%	Oro -5,9%	RF Inv. Grade 10,91%	RV Asia 2,68%	RV Latam. -1,1%	RV Japón -11,1%	RF Inv. Grade 11,11%	RF Emergente 5,08%	RF High Yield 3,91%
Alternativ 1,75%	RF Inv. Grade -1,4%	Oro 4,7%	RF Emergente 6,01%	Materias Primas -6,8%	Materias Primas 9,69%	RF High Yield 1,76%	RF Inv. Grade -1,9%	RV EE.UU. -13,1%	RF Gobierno 8,88%	RF Inv. Grade 4,64%	RF Inv. Grade 2,76%
RV Latam. -0,1%	Materias Primas -16,1%	Alternativ 4,44%	RF Inv. Grade 4,18%	RV Asia -7,5%	RF Emergente 9,43%	RV Europa -3,3%	RF Emergente -2,5%	RF Emergente -17,9%	Alternativ -8,74%	RF Gobierno 1,78%	RF Gobierno 2,12%
Materias Primas -5,4%	Oro -19,5%	RF Gobierno 3,77%	RF Gobierno 1,19%	RV Japón -8,4%	RF Gobierno 6,73%	Materias Primas -11,1%	RF Gobierno -2,8%	RF Gobierno -19,3%	RF Emergente 6,84%	Alternativ 1,07%	RV EE.UU. 1,88%
Oro -13,2%	RV Latam. -23,1%	RV Europa 2,57%	Materias Primas -10,6%	RV Europa -10,5%	Alternativ -27,9%	RV Latam. -20,9%	Oro -10,3%	RF Inv. Grade -21,1%	Materias Primas -11%	RV Latam. -2,14%	Materias Primas 1,74%

Fuente: Bloomberg.

Indices utilizados: RV EE.UU. - SPTRNE Index; RV Europa - M7EU index; RV Japón - MSDEJNN Index; RV Latam - MOLA index; RV Asia - MSDEPN index; RF High Yield - LP01TREU index; RF High Yield - LP01TREU index; RF Emergente - H04386EU Index; RF Inv. Grade - lec7treu index; RF Gobierno - LET7TREU index; RF Gobierno - LET7TREU index; Commodities - BCOMEUTR index; Alternativos - PEFOF Index (ajustado a Euros); Oro - Xau curncy (ajustado a Euros); Divisa Euro - EUR curncy.



TEMÁTICAS BEYOND WEALTH

Inteligencia Artificial
y Productividad:
innovar con propósito

Los mercado privados:
La nueva arquitectura
del retorno estructural

Inversión de impacto:
el capital con propósito

Inteligencia Artificial y Productividad: innovar con propósito

La inteligencia artificial (IA) se ha convertido en la fuerza transformadora más determinante de esta década y en el nuevo eje de competitividad global. Su impacto trasciende la tecnología y redefine la economía, los modelos de negocio y la gestión del capital. En 2026, la IA ya no es una promesa de futuro, sino una infraestructura silenciosa que sostiene productividad, eficiencia y competitividad a escala global.

El impulso del sector no proviene solo de la innovación, sino de una convergencia inédita entre capital, datos y poder computacional. Las empresas más avanzadas utilizan la IA para optimizar procesos, reducir costes y acelerar la toma de decisiones. Lo relevante no es la herramienta, sino el cambio de paradigma: la automatización deja de ser una mejora incremental y se convierte en el motor estructural de rentabilidad, eficiencia y escalabilidad.

Sin embargo, el crecimiento exponencial del sector oculta tensiones internas. La carrera por dominar la infraestructura —centros de datos, semiconductores, energía y talento— ha disparado las necesidades de financiación y ha concentrado el liderazgo en pocos actores globales. Este proceso ha generado un ciclo de inversión masivo, pero también un desequilibrio entre la velocidad del avance tecnológico y la capacidad de monetización. El reto para 2026 será sostener la innovación sin erosionar márgenes y convertir la promesa de eficiencia en resultados medibles y sostenibles.

El mercado empieza a distinguir entre narrativa y adopción real. Las compañías que integran la IA en modelos productivos tangibles —industria, salud, energía o servicios financieros— están demostrando que la tecnología puede traducirse en productividad macroeconómica. Las estimaciones¹ sitúan el impacto potencial de la IA en torno al 1,5 % del PIB anual durante la próxima década, impulsado por eficiencia y reasignación de recursos. Esta ganancia estructural convierte a la IA en un factor de estabilidad más que de disrupción.

Para los inversores patrimoniales, el enfoque debe ser doble y disciplinado. Por un lado, la IA es una temática estructural de largo plazo, un eje de crecimiento que trasciende sectores y geografías. Por otro, exige una gestión prudente capaz de distinguir entre adopción real y narrativa especulativa. La inversión más eficiente no está en las valoraciones extremas de los líderes, sino en los ecosistemas que permiten su expansión: energía eléctrica y renovable, almacenamiento de datos, ciberseguridad, automatización industrial y talento.

El impacto de la IA también alcanza a la gestión del patrimonio. Los *family offices* y gestores institucionales utilizan algoritmos de análisis predictivo y optimización para mejorar la asignación de activos, gestionar riesgos y personalizar estrategias. La tecnología no sustituye el criterio humano: lo amplifica y lo hace más eficiente. Su valor reside en liberar tiempo y capital para centrarse en decisiones de mayor impacto.

Pero la revolución de la IA también plantea desafíos éticos, energéticos y de gobernanza. La concentración de poder, el consumo intensivo de energía y la dependencia de infraestructuras críticas obligan a replantear el equilibrio entre progreso y sostenibilidad. Los inversores responsables deberán exigir transparencia en el uso energético, gobernanza sólida y responsabilidad en el tratamiento de datos.

En definitiva, la inteligencia artificial representa una frontera de crecimiento y eficiencia, pero también de madurez. La diferencia entre rentabilidad y riesgo reside en la disciplina con la que se gestione la innovación. En un mundo que avanza más rápido que nunca, el verdadero reto no es adaptarse, sino hacerlo con propósito, criterio y coherencia.

¹ Fuente: OCDE – “The Economic Impact of AI: An Overview” (2023) y McKinsey Global Institute (MGI) – “The Economic Potential of Generative AI” (junio 2023)

Los mercados privados: La nueva arquitectura del retorno estructural

En la gestión patrimonial moderna, los mercados privados han pasado de ser un complemento táctico a convertirse en la base estructural de las carteras de largo plazo. Su capacidad para combinar crecimiento, rentabilidad real y diversificación los posiciona como una fuente esencial de retorno sostenible en un entorno donde los mercados públicos muestran valoraciones exigentes y la renta fija tradicional vuelve a ofrecer rentabilidades moderadas.

La evidencia¹ de las dos últimas décadas es contundente: las carteras que incorporan al menos un **20 %** de exposición a mercados privados —a través de *private equity*, *private credit*, *real estate* e infraestructuras— logran rentabilidades anuales alrededor de 7%, con menor volatilidad y menor dependencia de los ciclos financieros. La razón es doble.

Por un lado, los activos privados capturan el **valor real de la economía**, a través del flujo de caja y la productividad.

Por otro, su iliquidez filtra el ruido y reduce la sensibilidad a los movimientos de corto plazo, proporcionando una estabilidad que los mercados cotizados no siempre pueden ofrecer.

Dentro del ecosistema, el **Private Equity** sigue siendo el principal motor de crecimiento. Las estrategias *buyout* y *growth*² continúan generando retornos superiores al promedio de la renta variable pública, impulsadas por la profesionalización de la gestión, la digitalización operativa y el control directo sobre las compañías participadas. En 2026, los mercados secundarios se consolidan como la vía más eficiente de acceso: ofrecen diversificación inmediata, menor duración efectiva y visibilidad de retornos, convirtiéndose en un puente natural entre liquidez y eficiencia.

El **Private Credit** aporta la estabilidad que complementa al crecimiento del *equity*. La financiación directa a empresas fuera del sistema bancario se ha consolidado como una fuente de ingresos reales, con rendimientos ajustados³ al riesgo muy superiores a los de la deuda pública o corporativa tradicional. Las estrategias *senior secured* y *asset-backed* se afianzan como sustitutos naturales del *high yield*, aportando flujo, control y menor sensibilidad a los tipos.

El **Real Estate** y los **activos reales** añaden tangibilidad y protección frente a la inflación. Los activos *core* y *core plus*, la logística, los centros de datos y las infraestructuras sostenibles se benefician de la transición energética y digital, proporcionando flujos indexados a inflación y con baja correlación con el resto de la cartera. En un entorno de tipos reales positivos, la inversión en activos reales vuelve a ser un componente central del rendimiento global.

La diversificación es uno de los argumentos más sólidos a favor de los mercados privados. En una cartera tradicional 60/40, el riesgo está concentrado en la renta variable cotizada y en la deuda pública; al integrar un bloque de activos privados, **se amplían las fuentes de retorno**, se reducen los *drawdowns* y mejora de forma estructural la relación rentabilidad-riesgo.

¹ Fuente: Cambridge Associates – Private Investments: Performance Overview (2022–2023) y McKinsey Global Institute – Global Private Markets Review 2023 / 2024

² Fuente: Cambridge Associates — Private Investments Benchmarks (2023) y McKinsey Global Institute — Global Private Markets Review 2024

³ Fuente: Cliffwater – Direct Lending Index (CDLI) – Actualización 2024 y PitchBook – Private Credit Report 2024

La clave, sin embargo, no reside únicamente en el activo, sino en el **gestor**. La diferencia de rentabilidad entre los fondos del primer y cuarto cuartil supera los **1.000 puntos básicos**¹ en periodos de diez años. En un entorno más competitivo y menos líquido, el acceso a gestores con experiencia, disciplina y alineación de intereses se convierte en la variable crítica para capturar valor real y evitar riesgo no compensado.

De cara a la próxima década, los mercados privados dejan de ser una opción táctica para convertirse en una **convicción estructural**. Representan el equilibrio entre crecimiento y estabilidad, entre innovación y tangibilidad. En un mundo donde la liquidez vuelve a tener coste y la volatilidad es constante, estos activos ofrecen algo que escasea en los mercados financieros: **paciencia con propósito**.

Inversión de impacto: el capital con propósito

El papel del capital en la economía global está evolucionando hacia un modelo más consciente y exigente. En un mundo más atento a sus límites —ambientales, sociales y financieros—, invertir con propósito ya no es una opción moral, sino una necesidad estratégica para generar valor sostenible. La inversión de impacto nace de esa transformación: del convencimiento de que el retorno financiero y el retorno social no solo pueden coexistir, sino reforzarse mutuamente. En 2026, esta tendencia deja de ser un nicho filantrópico para consolidarse como una clase de activo madura, con métricas, flujos y relevancia propias.

El impacto no sustituye la rentabilidad; la amplía y la redefine. Mientras la inversión tradicional busca optimizar riesgo y retorno, la inversión de impacto incorpora una tercera dimensión estructural: el resultado tangible sobre la sociedad y el entorno. Este enfoque amplía la función del patrimonio: no solo preservar y hacer crecer el capital, sino también orientar su poder hacia la creación de valor sostenible.

En los últimos años, la convergencia entre conciencia ambiental, innovación tecnológica y regulación ha acelerado esta transición. Las generaciones más jóvenes de inversores patrimoniales han introducido un cambio de paradigma: quieren que su capital refleje sus valores. En paralelo, la evidencia² demuestra que las empresas y proyectos que integran objetivos sociales y ambientales presentan mayor resiliencia, menor coste de capital y mejores horizontes de crecimiento. El impacto, lejos de ser un sacrificio, se ha convertido en un factor de rentabilidad intergeneracional.

La inversión de impacto se extiende a múltiples sectores, pero algunos se han consolidado como pilares del nuevo modelo económico. El primero es la energía sostenible, donde la transición energética ofrece retornos financieros estables y beneficios ambientales medibles. El segundo es la educación, motor de productividad y cohesión social. El tercero es la salud, donde innovación, longevidad e inclusión generan impacto directo y crecimiento sostenido. Y finalmente, la inclusión financiera, que democratiza el acceso al crédito y permite el desarrollo de economías locales.

La madurez del ecosistema ha traído métricas más precisas y comparables. Los proyectos más consistentes integran objetivos medibles, reportes periódicos y gobernanza

¹ Fuente: McKinsey – Global Private Markets Review 2023 (publicado marzo 2023) y Preqin – Global Private Equity & Venture Capital Report 2024 (enero 2024)

² Fuente: MSCI – Foundations of ESG Investing (2019, actualizado 2021 y 2023) y BlackRock Investment Institute – Sustainable Investing: Resilience in Uncertain Markets (2020–2023)

responsable. La relación entre impacto y rentabilidad es empírica¹: las estrategias de impacto logran retornos ajustados al riesgo equivalentes o superiores a las inversiones tradicionales, con menor volatilidad y mayor durabilidad.

El crecimiento de la inversión privada en impacto está redefiniendo la frontera entre inversión y filantropía. Los *family offices* adoptan modelos híbridos —la “filantropía de inversión”— que buscan resolver problemas estructurales generando retornos razonables y medibles. Las inversiones son globales, pero las necesidades son locales: transición energética y salud avanzada en países desarrollados; educación, infraestructura esencial e inclusión financiera en países emergentes.

La clave reside en la selección rigurosa de gestores y proyectos. La dispersión de resultados es notable, y la credibilidad del impacto depende tanto del diseño financiero como de la ejecución. Solo los proyectos capaces de equilibrar propósito y rentabilidad generan efectos duraderos.

El impacto no es una tendencia pasajera, sino un cambio estructural en la función del capital. En un contexto donde la sostenibilidad es un requisito, no una aspiración, el capital con propósito es también el capital más resistente. Su rentabilidad no solo se mide en porcentajes, sino en relevancia: en su capacidad de mejorar la calidad de vida, fortalecer instituciones y reducir desigualdades.

Para Beyond Wealth, la inversión de impacto encarna la evolución natural de la gestión patrimonial moderna: transformar el beneficio en progreso y el flujo en legado. Invertir con impacto no es renunciar a la rentabilidad, sino redefinir su significado.

¹ Fuente: GIIN (Global Impact Investing Network) – Annual Impact Investor Survey 2020, 2022, 2023 y Cambridge Associates – Impact Investing Benchmark Studies (2015, 2017, 2020)



CONCLUSIÓN

El tiempo como activo

El informe Beyond Wealth 2026 culmina con una idea central: la gestión patrimonial no consiste en predecir el futuro, sino en construirlo con coherencia y propósito.

El entorno económico, monetario y financiero ha recuperado el sentido del precio, del riesgo y de la disciplina. Los mercados vuelven a distinguir entre lo valioso y lo inmediato; entre la rentabilidad sostenible y la que depende de la inercia. En este nuevo ciclo, la consistencia se convierte en una ventaja competitiva y en la nueva medida del éxito financiero.

El tiempo es el eje sobre el que se construye toda rentabilidad sostenible. A diferencia del capital —que se invierte y se recupera—, el tiempo sólo se administra. Exige visión, paciencia y disciplina. La solidez de una estrategia patrimonial no depende de la rapidez con la que crece, sino de su capacidad para perdurar en distintos ciclos y generaciones.

En un mundo donde la liquidez abundante ha dado paso a la exigencia de calidad, la responsabilidad del inversor de largo plazo es distinta: no es aprovechar oportunidades, sino crear estructuras capaces de resistir y adaptarse al cambio. El valor ya no está en la expansión, sino en la continuidad y en la coherencia. Más que anticipar el ciclo, se trata de alinear las decisiones de hoy con los resultados de mañana.

Para Beyond Wealth, esa coherencia se traduce en tres principios: disciplina como base de la rentabilidad, calidad como filtro del riesgo y propósito como medida del legado. El tiempo, entendido como activo, es la única variable que no se puede diversificar, proteger ni reemplazar. Por eso, gestionarlo con sentido —en cada inversión y en cada generación— es la forma más pura de preservar la certeza y construir un patrimonio intergeneracional.

Glosario Beyond Wealth 2026

(Términos financieros, macroeconómicos y de mercados privados)

A. Macroeconomía y Ciclo Económico

Ciclo de madurez

Etapa en la que la economía crece de forma moderada, con menor impulso del consumo y mayor peso de la inversión y productividad.

Crecimiento potencial

Ritmo máximo al que una economía puede expandirse de forma sostenible sin generar inflación excesiva.

Desinflación

Proceso mediante el cual la inflación disminuye, pero sigue siendo positiva.

Déficit fiscal

Diferencia negativa entre ingresos y gastos del gobierno en un año.

Deuda pública

Total de obligaciones financieras acumuladas por un Estado.

Fragmentación geopolítica / multipolaridad

Escenario donde el poder económico se reparte entre varios bloques regionales, reduciendo la sincronización global.

Inflación subyacente

Medida de inflación que excluye energía y alimentos por su alta volatilidad.

Nearshoring:

Estrategia de externalización que consiste en trasladar servicios o procesos a ubicaciones cercanas geográficamente.

Prima de riesgo

Retorno adicional exigido por los inversores para asumir riesgo adicional respecto a un activo libre de riesgo.

Productividad

Producción por unidad de trabajo o capital; determina el crecimiento sostenible.

Tipos reales positivos

Tipos de interés descontada la inflación. Indican rendimiento neto para el inversor.

B. Política Monetaria y Bancos Centrales

BCE

Banco Central Europeo.

Credibilidad monetaria

Confianza del mercado en que un banco central cumplirá su objetivo de inflación.

FED

Reserva Federal de EE. UU. Es la institución responsable de la supervisión del sistema bancario de EE. UU. y de definir y aplicar la política monetaria del país.

Inversión de curva

Situación en la que los tipos largos están por debajo de los cortos, generalmente asociada a expectativas de desaceleración económica.

Política monetaria neutral

Nivel de tipos que ni estimula ni frena la economía.

Prima de plazo (term premium)

Compensación extra exigida por los inversores para prestar dinero a largo plazo frente a corto plazo.

Normalización monetaria

Proceso por el cual los bancos centrales abandonan políticas ultraexpansivas y devuelven los tipos a niveles coherentes con la inflación y el crecimiento.

C. Divisas y Commodities

Activo real

Activo físico con valor intrínseco (inmuebles, infraestructuras, energía, tierras).

EUR

Euro.

Carry

Retorno generado por mantener una posición en un activo con diferencial de tipos de interés favorable.

Divisa de reserva

Moneda utilizada globalmente para transacciones, reservas y comercio (USD).

Dólar operativo

El USD como moneda principal de liquidez, financiación y fijación de precios globales.

Oro como activo sin contraparte

Activo cuyo valor no depende de la solvencia de un emisor (a diferencia de bonos o depósitos).

Precio de equilibrio del petróleo

Rango de cotización donde oferta y demanda se balancean sin shocks externos significativos.

USD

Dólar de EEUU.

D. Renta Fija y Crédito

Duración

Sensibilidad del precio de un bono a movimientos en los tipos de interés.
Duración media (5–6 años) = equilibrio entre riesgo y retorno.

High yield

Bonos de mayor riesgo crediticio (ratings BB+ o inferiores), con mayor retorno esperado.

Investment Grade (IG)

Bonos de emisores con alto grado de solvencia (BBB– o superior).

Crédito senior secured

Préstamos garantizados por activos específicos, con prioridad de cobro en caso de impago.

Unitranche

Financiación híbrida que combina deuda senior y junior en un solo instrumento con mayor retorno.

Breakeven de inflación

Expectativa de inflación implícita en la diferencia entre bonos nominales y ligados a inflación.

Spread crediticio

Diferencial entre el rendimiento de un bono corporativo y el de un bono soberano equivalente.

Default rate

Tasa de impago anual esperada en bonos high yield o préstamos privados.

E. Renta Variable

BPA

Beneficio por acción. Cifra que se obtiene al dividir en un determinado ejercicio, el beneficio neto entre el número total de acciones en circulación.

Calidad (quality)

Empresas con ROE alto, bajo apalancamiento, gestión sólida y beneficios estables.

Crecimiento estructural vs. cíclico

Estructural: basado en productividad, demografía, tecnología
Cíclico: ligado al momento económico de corto plazo.

DAX

Principal índice bursátil en Alemania. Está compuesto por 40 de las mayores empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Frankfurt.

Dispersión de resultados

Grado en que empresas dentro de un índice muestran rentabilidades muy diferentes entre sí.

Earning yield

Beneficios por acción divididos por el precio; inverso del PER.

FTSE MIB

Principal índice bursátil de la bolsa de valores de Italia.

Múltiplo de valoración (PE ratio)

Relación precio-beneficios. Mide cuánto paga el mercado por cada unidad de beneficio.
Utilities

F. Mercados Privados

Asset-backed lending

Préstamos respaldados por activos tangibles (inventario, equipos, inmuebles).

Buyout

Adquisición de control de una empresa, normalmente con apalancamiento y enfoque en eficiencia operativa.

Dispersión entre gestores (quartile spread)

Diferencia de desempeño entre fondos del primer y cuarto cuartil; en private equity supera 1.000 pb.

Fondos secundarios (Secondaries)

Compra de participaciones preexistentes en fondos PE, usualmente con descuento y cash flow más temprano.

Growth capital

Inversiones en empresas en expansión con modelos probados.

Ilíquidez

Incapacidad de vender un activo rápidamente sin afectar su precio. En mercados privados, la ilíquidez es compensada por prima de retorno.

Infraestructura

Activos esenciales como energía, transporte, agua o fibra óptica, con flujos estables y muchas veces indexados a inflación.

J-Curve

Efecto inicial en private equity donde las rentabilidades son negativas en los primeros años por costos y desembolsos antes de generar retornos.

Private Equity

Compra de participaciones en empresas no cotizadas para generar mejora operativa y retorno a través de crecimiento y monetización futura.

Private Credit

Financiación directa a empresas fuera del sistema bancario (direct lending).

Real Estate Core y Core Plus

Inmuebles estabilizados con flujos previsibles; riesgo bajo y moderado.

Venture Capital (VC)

Inversiones tempranas en empresas tecnológicas con alto potencial de crecimiento.

G. Arquitectura de Cartera y Patrimonio

Activos de crecimiento

Activos orientados a valorización del capital (renta variable, private equity).

Activos de flujo

Activos cuyo retorno depende de cupones o rentas (renta fija, private credit, infraestructuras).

Aviso Legal Importante

Este documento ha sido elaborado por Santander Wealth Management & Insurance Division, una unidad de negocio global de Banco Santander, S.A. ("WMI", junto con Banco Santander, S.A. y sus filiales, "Santander"). Puede incluir previsiones económicas e información procedente de diversas fuentes, incluidas terceras partes consideradas fiables. Sin embargo, Santander no garantiza la exactitud, integridad ni actualización de dicha información, y se reserva el derecho de modificarla sin previo aviso. Las opiniones recogidas pueden diferir de las emitidas por otras unidades de Santander.

El contenido de este documento tiene únicamente carácter informativo; no constituye asesoramiento de inversión ni responde a objetivos de inversión concretos ni a criterios de idoneidad de ningún inversor. Tampoco representa una oferta ni una solicitud para comprar o vender activos, contratos o productos (en conjunto, los "Activos Financieros"), y no debe utilizarse como base exclusiva para tomar decisiones de inversión. La recepción de este documento no genera relación de asesoramiento ni obligación alguna para "WMI" o para "Santander".

Parte del contenido ha sido elaborado con el apoyo de herramientas de inteligencia artificial.

Santander no ofrece garantías sobre previsiones ni sobre el comportamiento presente o futuro de los mercados o de los Activos Financieros. Los resultados pasados no constituyen un indicador fiable de rendimientos futuros. Además, los Activos Financieros pueden no estar disponibles para su comercialización en determinadas jurisdicciones o para ciertos perfiles de inversores.

Salvo cuando así se indique expresamente en la documentación legal que regule un Activo Financiero, estos no están asegurados ni respaldados por ninguna entidad gubernamental (incluida la FDIC), no constituyen depósitos bancarios y conllevan riesgos —de mercado, divisa, crédito, liquidez o contraparte— que pueden implicar la pérdida parcial o total del capital invertido. Se recomienda a los inversores consultar con sus asesores financieros, legales y fiscales para evaluar la idoneidad de cada producto. Santander y sus empleados no asumen responsabilidad por las pérdidas que puedan derivarse del uso de este documento.

Santander o sus empleados pueden tener posiciones en los Activos Financieros referenciados, actuar como contraparte, agente o prestador de servicios para sus emisores.

La información contenida en este documento es confidencial y no puede reproducirse ni distribuirse sin el consentimiento previo y por escrito de WMI. Cualquier material de terceros citado es propiedad de sus respectivos titulares y se incluye conforme a las prácticas habituales del sector.

Determinados productos complejos o de mayor riesgo pueden ofrecerse únicamente a Clientes Profesionales, o considerarse no adecuados para Clientes Minoristas.

Anexos específicos por país

Espacio Económico Europeo: para Clientes Minoristas, Profesionales y Contrapartes Elegibles

Este documento constituye una comunicación informativa. Los instrumentos complejos pueden no estar disponibles para inversores minoristas o resultar inadecuados para ellos.

Reino Unido: para Clientes Minoristas y Profesionales

Promoción financiera aprobada por una entidad autorizada por la FCA bajo la normativa COBS 4. Las advertencias de riesgo

deben presentarse de forma justa, clara y no engañosa, y con la misma relevancia que el texto principal.

Los Clientes Minoristas no reciben asesoramiento personalizado y pueden tener restringido el acceso a productos complejos.

SPBI (Banco Santander International (EE. UU.) y/o Banco Santander International SA (Suiza, incluyendo su filial en Bahamas y su filial en DIFC en los Emiratos Árabes Unidos): para clientes de Banca Privada, Profesionales e Institucionales

Este material no está dirigido a personas físicas o jurídicas cuya nacionalidad, domicilio, residencia o lugar de registro se encuentre en países o jurisdicciones donde su distribución o uso contravenga la normativa local. La información incluida proviene de distintas fuentes —estadísticas, comerciales, de mercado y de previsiones económicas—, así como de terceros. Santander no garantiza la exactitud o integridad de dicha información, ni asume responsabilidad alguna por ella, y se reserva el derecho a modificarla sin previo aviso. Las opiniones expresadas pueden diferir de las emitidas por otras unidades de Santander.

Este material no constituye asesoramiento de inversión, sino que se publica con fines exclusivamente informativos y de marketing. No es un prospecto ni un documento equivalente, ni debe considerarse una oferta o solicitud para comprar o vender valores o productos de ningún tipo. Tampoco implica la prestación de servicios de asesoramiento de inversión.

Santander no ofrece garantías sobre las previsiones, opiniones ni sobre el desempeño actual o futuro de los valores descritos. Los resultados pasados no constituyen indicadores de rendimientos futuros y los datos de rentabilidad no reflejan las comisiones aplicables.

Los valores mencionados pueden no estar disponibles en todas las jurisdicciones ni para todos los perfiles de inversores. Este material es confidencial y privado, dirigido únicamente a un número limitado de clientes, y no debe compartirse ni reproducirse.

Salvo que se indique expresamente en la documentación legal aplicable, los valores no están asegurados ni garantizados por ningún organismo público, no constituyen depósitos ni obligaciones de Santander, y pueden implicar riesgos de mercado, divisa y contraparte, así como la pérdida de capital.

Santander y sus empleados pueden tener intereses en los valores referenciados (como posiciones largas o cortas), realizar operaciones en ellos, actuar como asesores, colocadores o distribuidores, recibir compensaciones de terceros o mantener relaciones comerciales con las compañías mencionadas.

Brasil: para Inversores Minoristas, Cualificados y Profesionales

Este material se proporciona únicamente con fines informativos y no constituye una oferta de productos o servicios financieros según la legislación brasileña. Las inversiones aquí descritas pueden no ser adecuadas a sus objetivos, situación financiera o necesidades personales. En Brasil, es obligatorio completar el formulario de idoneidad para asegurar que el perfil del cliente se corresponde con el producto o servicio elegido. Se recomienda revisar con detalle las condiciones de cada producto antes de invertir. Este material no constituye un informe de análisis conforme a la Resolución 20/2021 de la Comissão de Valores Mobiliários.

México: para Inversores Minoristas e Institucionales Las ofertas públicas dirigidas a inversores minoristas requieren un prospecto registrado en la CNBV. Los productos complejos solo pueden colocarse bajo regímenes de colocación privada dirigidos a Inversores Institucionales o Sofisticados.

Chile: para Inversores Minoristas y Cualificados

Este documento está dirigido exclusivamente a clientes de Banco Santander-Chile y tiene únicamente carácter informativo. Cualquier recomendación realizada por Santander es de naturaleza informativa, no genera obligaciones para el banco ni responsabilidades de ningún

tipo. La información procede de fuentes consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud ni exhaustividad. Puede presentarse de forma resumida o incompleta. Este documento no constituye un prospecto ni una oferta para comprar o vender valores, fondos de inversión u otros productos financieros.

Otros países de Asia / MENA / LATAM

La normativa aplicable en materia de divulgación a clientes minoristas, prospectos y reglas de idoneidad depende de cada jurisdicción local. Los productos financieros transfronterizos de carácter complejo suelen estar limitados a inversores institucionales.

Aviso legal especial para Banco Santander International SA (sucursal del DIFC)

Banco Santander International SA (sucursal del DIFC) es una sucursal de Banco Santander International SA, está registrada en el Centro Financiero Internacional de Dubái («DIFC») y regulada por la DFSA en la categoría prudencial 4 para llevar a cabo actividades de servicios financieros en el DIFC y constituirse en el mismo. La sucursal DIFC comercializa y promueve una amplia gama de productos y servicios ofrecidos por el grupo y presta servicios de asesoramiento y organización en relación con las soluciones de banca privada ofrecidas por Banco Santander International SA. Los términos en mayúsculas utilizados en esta sección tienen el significado establecido en el Módulo de Glosario del Reglamento de la DFSA.

Los servicios o productos financieros ofrecidos por Banco Santander International SA (Sucursal del DIFC) solo están disponibles para clientes profesionales o contrapartes del mercado. No se prestan servicios bancarios a clientes minoristas (tal y como se definen en el Módulo de Conducta Empresarial de la DFSA). Por lo tanto, este material está destinado a ser distribuido únicamente a clientes profesionales (tal y como se definen en el Módulo de Conducta Empresarial de la DFSA) y no debe ser entregado a ninguna otra persona ni ser utilizado por ella.

Banco Santander International SA (Sucursal DIFC) no presta ningún servicio financiero en o desde el DIFC de conformidad con la Shari'a, y no ofrece ni promueve, como parte de su oferta de productos DIFC, productos financieros basados en que dichos productos cumplen las

normas de la Shari'a. Si es necesario, usted debe buscar asesoramiento independiente de un tercero cualificado sobre el cumplimiento de la Shari'a o de cualquier otra normativa aplicable a un producto o servicio financiero.

Aviso legal especial para fondos

Si este material se refiere a la oferta de participaciones en un fondo (tal y como se define en la Ley de inversión colectiva DIFC n.º 2 de 2010), tenga en cuenta que el fondo no está sujeto a ningún tipo de regulación o aprobación por parte de la DFSA, y que la DFSA no tiene ninguna responsabilidad en la revisión o verificación de ningún folleto u otros documentos relacionados con las participaciones en un fondo. Las Participaciones (tal y como se definen en la Ley de inversión colectiva DIFC n.º 2 de 2010) a las que se refiere este material, el folleto del Fondo u otros documentos asociados pueden ser ilíquidas y/o estar sujetas a restricciones de reventa. Los posibles compradores deben llevar a cabo su propia diligencia debida con respecto a las Participaciones. Se puede solicitar una copia del folleto del Fondo para su revisión. Si esta información se refiere a la oferta de participaciones en un fondo del mercado monetario (tal y como se define en las Normas de inversión colectiva de la DFSA), el inversor debe ser consciente de la naturaleza diferente de una participación en un fondo del mercado monetario en comparación con un depósito (tal y como se define en las Normas de inversión colectiva de la DFSA). El capital de una inversión en un fondo del mercado monetario no está garantizado y existe el riesgo de que cualquier inversor pueda perder parte o la totalidad de su inversión de capital. Los inversores deben ser conscientes de que el valor de las participaciones en fondos del mercado monetario puede fluctuar en función de una serie de factores, entre los que se incluyen, entre otros, el riesgo de mercado, el riesgo de tipo de cambio y el riesgo de contraparte. Los servicios o productos financieros solo están disponibles para clientes profesionales o contrapartes de mercado, tal y como se definen en la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái. Si no comprende el contenido de este documento, consulte a un asesor financiero autorizado.

En relación con su uso en el Centro Financiero Internacional de Dubái, este material es estrictamente privado y confidencial, se distribuye a un número limitado de inversores y no debe facilitarse a ninguna persona que no sea el destinatario original, ni reproducirse o utilizarse para ningún otro fin. Los intereses en las acciones internacionales no pueden ofrecerse ni venderse directa o indirectamente al público en el Centro Financiero Internacional de Dubái.

Banco Santander International SA (sucursal del DIFC) se encuentra en Gate District 4, West, Level 4, DIFC, Dubái, Emiratos Árabes Unidos. Para obtener más información, póngase en contacto con: info-DIFC@pbs-santander.com

Equipo Global Inversiones



Carmen Gutiérrez Smith
Global Head of Beyond Wealth

Iván Dolz de Espejo Labrador
Global Deputy Head of Beyond Wealth

Nicolás Pérez de la Blanca Burgos, CFA
Global Chief Investment Officer



Sol Moreno de los Ríos
Head of UHNW y Beyond Wealth

Javier Lafarga Collell
Chief Executive Officer Beyond Wealth

Rafael Suárez Pisonés
Head of Asset Allocation



Álvaro Millán-Astray Torres-Muñoz, CFA
Executive Advisor



Marta López de la Oliva Cases
Chief Executive Officer SSA

Jaime Malda Salinas, CFA
Head of Investments SSA

Pedro Vieira Camilo Alves
Investment Advisor SSA

Ivo Kaufmann
Senior Portfolio Manager SSA



Daniel Castilho de Oliveira, CFA
Head of Beyond Wealth

Bruno de Queiroz Caleman, CFA
Head of Investment

