

# Un ciclo resiliente bajo presión energética y geopolítica

INFORME TRIMESTRAL  
ABRIL 2026

## GLOBAL CHIEF INVESTMENT OFFICE

2026 comienza con un entorno macro resiliente, cada vez más condicionado por dos fuerzas: un shock energético de origen geopolítico y la aceleración de la disrupción impulsada por la inteligencia artificial. El crecimiento se mantiene, aunque el balance de riesgos se ha desplazado hacia una inflación más persistente y un entorno gradualmente menos positivo.

**El impacto del conflicto en Oriente Próximo se canaliza principalmente a través de los mercados energéticos,** más que mediante un deterioro de la demanda.

La interrupción de los flujos energéticos introduce un shock de oferta con carácter inflacionista más que recesivo, generando presión sobre precios y expectativas sin romper el ciclo.

Al mismo tiempo, **la inversión en inteligencia artificial (IA) está impulsando un nuevo ciclo de capex en infraestructuras digitales y computación,** reforzando la actividad y la productividad, pero también aumentando la dispersión entre sectores y geografías. Las valoraciones siguen siendo razonables, aunque con primas de riesgo ajustadas, configurando un entorno más exigente en el que la selectividad y la asignación activa ganan protagonismo.

# Constructivo, pero bajo presión: invertir en un entorno de doble disrupción

Nuestra tesis central se mantiene intacta: el crecimiento se sostiene, los beneficios empresariales siguen mostrando solidez y el entorno macroeconómico continúa siendo favorable.

Así no cambiaría la dirección del ciclo, sino su dinámica, cada vez más condicionada por la velocidad e intensidad de los shocks energéticos, que empiezan a redefinir el equilibrio.

**Iniciamos 2026 con una visión constructiva del ciclo global.** La desinflación, el avance hacia una política monetaria más neutral y unos fundamentales corporativos sólidos ofrecen un punto de partida favorable. Además, el ciclo ya estaba **apoyado por un nuevo impulso inversor, especialmente en inteligencia artificial e infraestructuras digitales**, consolidándose como motor estructural de crecimiento.

Al mismo tiempo, el ciclo opera bajo mayores restricciones: **desequilibrios fiscales elevados, mayor fragmentación geopolítica y valoraciones exigentes, aunque no extremas.** Este episodio no invalida el marco, pero sí hace más visibles sus límites.

En nuestro escenario central, **el crecimiento seguiría respaldado por la productividad, la recuperación del sector manufacturero, y, aparejado a este, por inversión en IA.** Los riesgos a la baja se concentran en las variables geopolítica y la energética, mientras que el potencial al alza depende de la aceleración del ciclo inversor.

En este contexto, el entorno sigue siendo constructivo, **pero con mayor dispersión.** La clave ya no es la dirección del ciclo, sino el reajuste de primas de riesgo y ventajas competitivas. La tarea del inversor no es retirarse, sino **navegar con disciplina, selectividad y convicción.**

Los mercados están reevaluando primas de riesgo y posicionamiento competitivo, no porque la expansión se haya roto, sino porque está siendo puesta a prueba.

## Marco macroeconómico: crecimiento sólido con mayor incertidumbre y riesgos de cola

**El ciclo se mantiene, con un shock inflacionista más que recesivo. Aunque prevalece el potencial alcista asociado a mejoras en productividad, los riesgos a la baja de crecimiento se incrementan**

Fuente: elaboración propia

### Negativo 30%

Una escalada en Oriente Próximo, especialmente en Irán, Israel y países vecinos, podría interrumpir de forma más prolongada los flujos energéticos, elevando la inflación y las tensiones en las cadenas de suministro.

Un shock energético más intenso llevaría a mayor inflación, endurecería las condiciones financieras y aumentaría el riesgo de errores de política monetaria.

El aumento de déficits, deuda y tipos podría debilitar el crecimiento y elevar la volatilidad.

### Central 60%

La inflación se mantendría persistente mientras el crecimiento se modera, pero sigue próximo al potencial.

El crecimiento global rondaría el 3% en 2026, ligeramente a la baja por el impacto energético y geopolítico.

La desinflación avanzaría más lentamente, manteniendo a los bancos centrales prudentes.

La inversión en IA, infraestructuras y energía seguiría apoyando la actividad económica.

### Positivo 10%

El escenario alcista se apoya en una mayor productividad, impulsada por una adopción más rápida de la IA.

Su difusión en la economía real mejoraría eficiencia, márgenes y crecimiento.

Menor incertidumbre en política económica favorecería la inversión corporativa.

La combinación de políticas procrecimiento, consumo sólido y ahorro acumulado podría elevar el crecimiento global por encima del 3,5%.

# Un ciclo bajo presión geopolítica: energía, seguridad y primas de riesgo

Si este trimestre ha estado marcado por una reprecación del riesgo, la señal más clara ha venido de la energía. Los acontecimientos recientes están evidenciando hasta qué punto el crecimiento, la inflación y la política económica son sensibles a las disrupciones en los flujos y precios energéticos.

Los recientes desarrollos geopolíticos deben interpretarse a través de sus canales de transmisión económica. **La variable clave no es el evento geopolítico en sí, sino su impacto en los flujos energéticos y los precios.** Como ilustra la disrupción en el Estrecho de Ormuz, incluso restricciones temporales en corredores críticos pueden tener efectos inmediatos sobre la oferta y los precios globales.

La reacción del mercado, reflejada en el repunte del petróleo, muestra cómo incluso aumentos moderados pueden generar un claro trade-off entre inflación y crecimiento. Como ilustra el gráfico inferior, precios más altos se traducen en mayor inflación, mientras ejercen un impacto negativo, aunque moderado, sobre el PIB. **Siempre que los flujos se mantengan, el impacto debería ser inflacionista más que recesivo.**

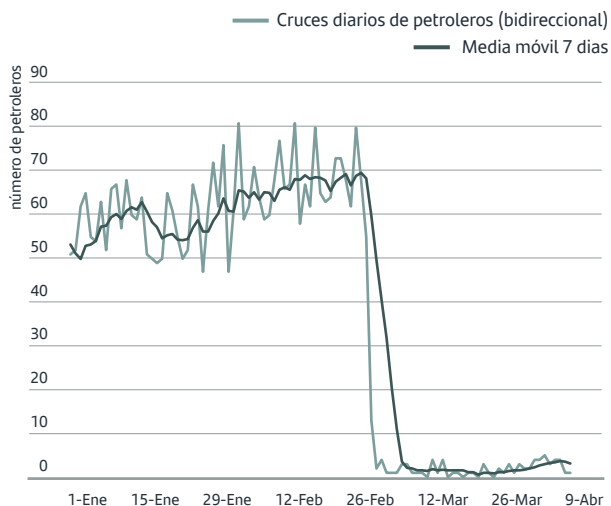
En este contexto, las implicaciones macro siguen siendo contenidas, pero no menores. El shock introduce un sesgo estanflacionario, mayor inflación y menor crecimiento, y está impulsando un ajuste en las expectativas de política monetaria. Las condiciones financieras se han endurecido de forma moderada, pero siguen siendo compatibles con un **escenario de ajuste, no de disrupción/recesión.**

En un plano más amplio, este episodio pone de relieve cómo la exposición energética y los balances externos están ganando peso en la divergencia entre países y activos. **El impacto debe entenderse como asimétrico más que sistémico,** reforzando la importancia de la selectividad en la asignación.

Los shocks energéticos generan resultados asimétricos, reforzando la importancia de la diversificación.

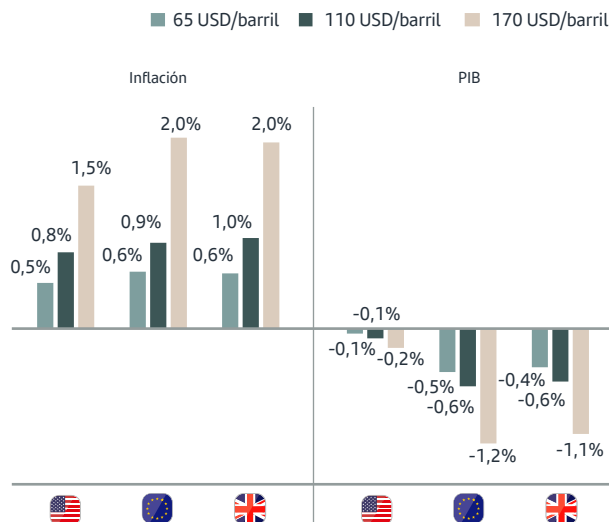
## Disrupción de los flujos de petróleo a través del Estrecho de Ormuz Un shock abrupto pero temporal sobre una arteria clave del suministro energético global

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



## Shock de precios del petróleo: impacto en inflación y PIB en 2026 El encarecimiento del crudo genera un trade-off estanflacionario en las economías

Fuente: Bloomberg SHOK. Datos a 09/04/2026



# El test de estrés de la IA: capital, competencia y liderazgo de mercado

**El entorno corporativo entró en 2026 con fortaleza: beneficios resilientes, balances sólidos y mercados de crédito en buen funcionamiento. Pero con la aceleración de la IA, los mercados están reevaluando las ventajas competitivas, poniendo a prueba el ciclo en tres frentes.**

## El primer test es financiero: ¿pueden financiarse las inversiones en infraestructura de IA?

Los *hyperscalers* han incrementado de forma significativa el *capex* para expandir centros de datos y asegurar chips, energía y capacidad de cómputo, lo que plantea dudas sobre la sostenibilidad de la financiación y posibles cuellos de botella en computación y electricidad. Por ahora, el mensaje es constructivo: las compañías líderes mantienen balances sólidos, elevada generación de caja y acceso a mercados de financiación profundos, mientras las condiciones de crédito siguen siendo estables.

## El segundo test es competitivo: ¿puede la IA alterar los modelos de negocio más rápido de lo previsto?

Aquí el ajuste ya es visible. Algunos segmentos de *software* y servicios han mostrado peor comportamiento, reflejando riesgos sobre márgenes, menor poder de fijación de precios y reducción de costes de cambio. No implica un declive estructural del sector, sino una redistribución de beneficios. La disrupción es real y los mercados empiezan a descontarla con mayor exigencia.

## El tercer test es estructural: ¿cómo deben interpretar los inversores el auge de los nuevos líderes en IA?

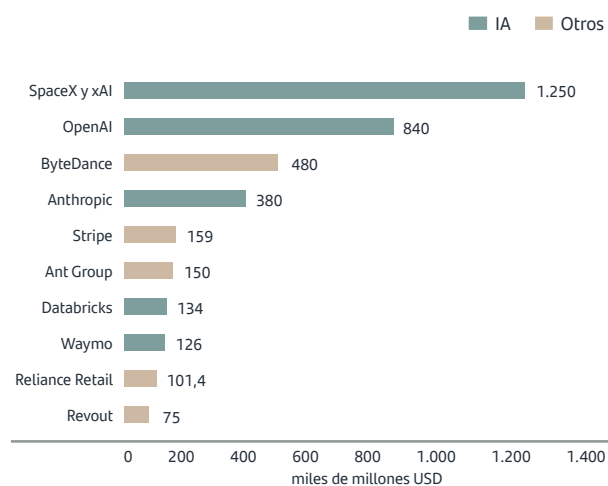
El gráfico de la izquierda muestra la escala de OpenAI, Anthropic y xAI frente a actores tradicionales. Estas compañías, con una capacidad de captación de capital sin precedentes, emergen como plataformas globales con fuerte inversión en talento, computación y distribución. Este cambio refuerza la narrativa disruptiva y plantea nuevas cuestiones sobre concentración de capital y dinámicas competitivas a largo plazo.

En conjunto, estos tres factores explican el ajuste reciente: las ventajas tradicionales se cuestionan mientras el capital y la escala se concentran en los nuevos líderes. **La IA sigue siendo constructiva, pero redefine beneficios y posicionamiento competitivo.** La oportunidad no está en evitar la disrupción, sino en identificar dónde se consolida la ventaja.

Con respecto a la IA, el mercado a las empresas capaces de desplegar capital de forma eficiente y escalar infraestructuras de manera efectiva.

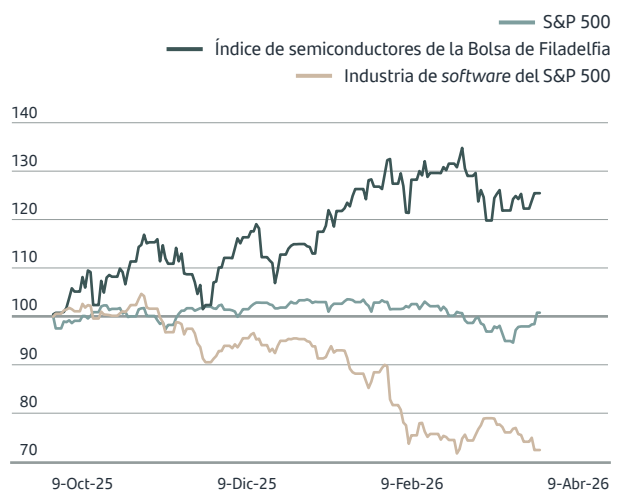
## Valor estimado de las principales start-ups privadas La IA multiplica el valor de los disruptores antes de su salida a bolsa

Fuente: Bloomberg, Reuters, Fintech Weekly, Tech Funding News. Datos a 09/04/2026



## Dispersión en la evolución bursátil entre sectores relacionados con la IA El mercado empieza a diferenciar el impacto de la IA en sectores e industrias

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026. (10/9/2025=100)



# Un ciclo resiliente bajo presión geopolítica y energética

La economía global entró en 2026 desde una posición de relativo equilibrio, con un crecimiento que se mantiene, una inflación moderándose gradualmente y unas condiciones financieras aún ampliamente favorables. Ese punto de partida sigue vigente, respaldado por una demanda resiliente, balances sólidos en el sector privado y una ola sostenida de inversión vinculada a la IA, la infraestructura digital y la modernización industrial.

Lo que ha cambiado es que este equilibrio se ha vuelto más condicionado. El shock geopolítico en Oriente Medio se transmite principalmente a través del canal energético, presionando al alza los precios del petróleo, las expectativas de inflación y las curvas de tipos, mientras que el impacto sobre el crecimiento ha sido, hasta ahora, limitado. El resultado no es una fractura de la tendencia del ciclo, sino un escenario de mayor sensibilidad a la evolución de los precios, en el que el margen de actuación de la política económica se reduce y el margen de error se estrecha.

Al mismo tiempo, el impacto de este episodio es cada vez más asimétrico entre países y sectores. La dependencia energética, los equilibrios externos y las diferencias estructurales en eficiencia ganan relevancia a la hora de explicar el comportamiento relativo, mientras que el capex impulsado por la IA sigue generando focos de resiliencia y apoyo a la productividad. En conjunto, estas dinámicas están desplazando el régimen macro desde una sincronización amplia hacia un entorno de mayor dispersión y selectividad.

# 1. Equilibrio macro bajo presión: el reto del shock energético

La economía global entró en 2026 en una posición de equilibrio, con crecimiento e inflación convergiendo hacia niveles compatibles con un crecimiento sobre el potencial. El ajuste posterior a la pandemia ha sido en gran medida absorbido y el entorno macro avanzaba hacia una fase más madura del ciclo, respaldada por mercados laborales resilientes, aunque con cierto agotamiento en la creación de empleo, una demanda sólida y la inversión impulsada por la IA. Al mismo tiempo, este equilibrio dependía cada vez más de la estabilidad externa, dejando al ciclo más expuesto a los “vaivenes” geopolíticos.

Esta mejora de fondo se reflejaba en los indicadores adelantados. La confianza empresarial había repuntado en economías desarrolladas, sobre todo en el sector manufacturero (mientras la pata de servicios, responsable de gran parte de la expansión de los últimos cursos, cedía algo de terreno) apuntando a una expansión global más sincronizada —aunque aún moderada—. **El ciclo no solo se mantenía estable, sino que empezaba a mostrar signos iniciales de reaceleración**, especialmente en ese ámbito manufacturero y en la actividad vinculada a la inversión.

Al mismo tiempo, la desinflación **seguía avanzando**, (con mayor intensidad en Europa, que se situaba ya en cotas compatibles con el objetivo del BCE), permitiendo a los bancos centrales adoptar un sesgo de relajación más prudente. **Las condiciones financieras se mantenían favorables**, reflejando expectativas de tipos más bajos, volatilidad contenida y liquidez abundante en las principales economías.

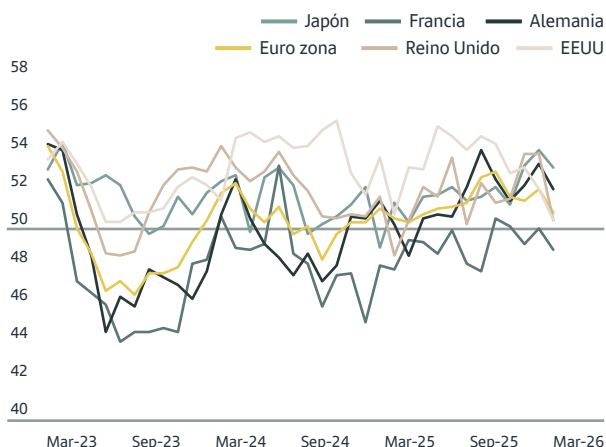
Esta combinación de inflación moderada y condiciones financieras aún acomodaticias **respaldaba el consumo y la inversión**, aunque el margen para mayor apoyo de política económica **se reducía gradualmente**. Sin embargo, este entorno equilibrado **empezaba a ponerse a prueba**. La escalada de tensiones geopolíticas en el Estrecho de Ormuz **introducía un shock de oferta por el canal energético**, con posibles efectos sobre cadenas de suministro y mercados financieros.

Aunque el impacto sobre las condiciones financieras **había sido limitado**, el shock ya **presionaba al alza las expectativas de inflación**, configurando un entorno más complejo. La cuestión clave es si el ciclo puede absorber mayor inflación **sin una desaceleración más acusada del crecimiento**.

El ciclo se mantiene, apoyado por la IA y la resiliencia de la demanda. La disrupción energética pone a prueba su capacidad de absorber mayor inflación sin una desaceleración material.

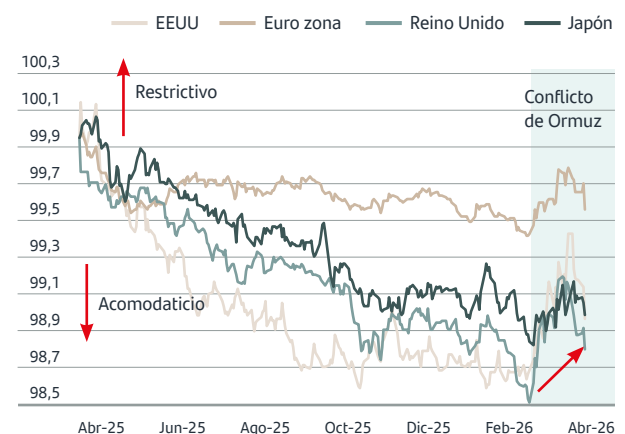
## Actividad empresarial (PMIs) en economías desarrolladas La confianza mejoraba antes del shock, apoyando el crecimiento y la inversión

Fuente: PMIs Composite. Bloomberg. Datos a 09/04/2026



## Condiciones financieras en las principales economías El shock geopolítico ha tenido un impacto limitado, con condiciones financieras aún favorables

Fuente: Índice de condiciones financieras de Goldman Sachs. Datos a 09/04/2026



# 1.1 De la interrupción a la transmisión: un marco para evaluar el impacto macroeconómico

Para evaluar las implicaciones del actual shock geopolítico, utilizamos un marco que analiza cómo las interrupciones energéticas se transmiten a la macro y a los mercados. La clave no es el evento en sí, sino la velocidad, duración y amplitud de su transmisión a la economía.

Como muestra la tabla inferior, la experiencia histórica indica que el impacto de los shocks energéticos depende menos del evento inicial y más de su **duración y de los canales de transmisión**. Las interrupciones de corto plazo suelen ser contenidas, mientras que las más persistentes se trasladan a **inflación, condiciones financieras y crecimiento**.

**En una primera fase, los mercados reaccionan a la incertidumbre geopolítica y al riesgo de pérdidas de oferta, con los precios de la energía como primer canal de transmisión.** El impacto macro sigue siendo limitado: las condiciones financieras se mantienen favorables y la inflación ajusta gradualmente. El encarecimiento energético es visible, pero aún no se traslada plenamente a la actividad real, ante la ausencia de efectos de segunda ronda.

**A medida que las interrupciones persisten, el mecanismo de transmisión se amplía.** Los mayores costes se trasladan a la inflación, los bancos centrales ajustan expectativas y las condiciones financieras comienzan a endurecerse. Esta transición hacia una inflación más persistente marca un entorno macro más complejo, donde crecimiento, precios y política se interrelacionan.

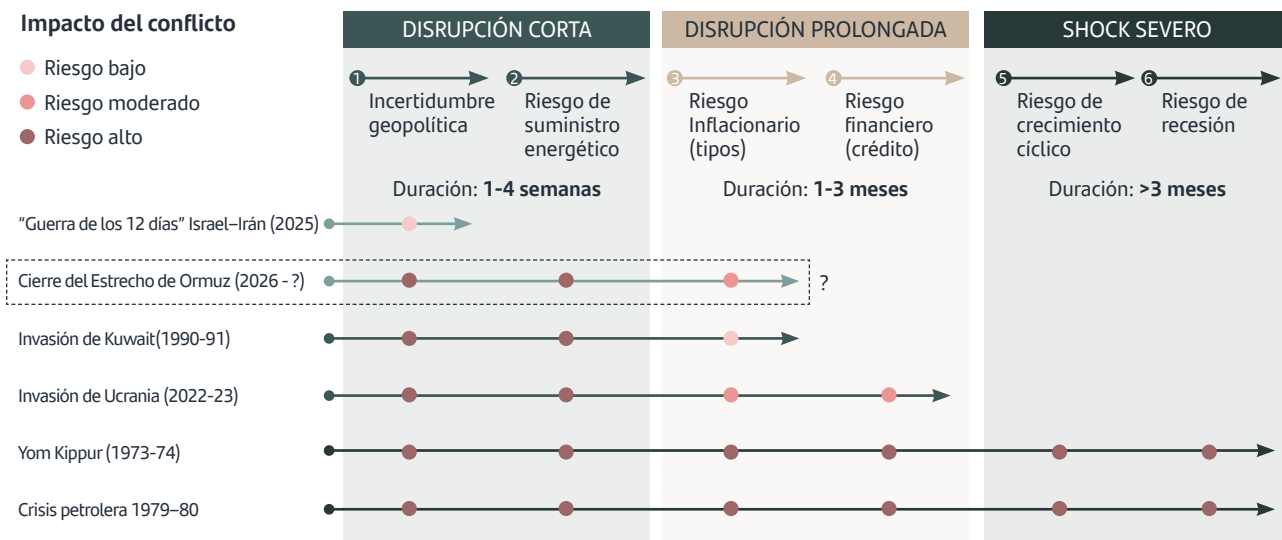
Solo en escenarios más severos el shock deriva en una interrupción macro más amplia, con **inflación sostenida (no sólo en la variable general, sino también en la subyacente), condiciones financieras más restrictivas y una desaceleración más acusada de la actividad**. El proceso evoluciona desde una interrupción puntual hacia un shock persistente, cada vez más dependiente de su duración e intensidad.

El episodio actual sugiere que, aunque la interrupción energética es relevante, **su transmisión a condiciones financieras y actividad sigue siendo aún limitada, por lo que permaneceríamos todavía en ese primer escenario**.

Los shocks energéticos se caracterizan por su transmisión y persistencia, con un impacto macro que se acumula con el tiempo.

## De la interrupción puntual al shock persistente: cómo el riesgo geopolítico se transmite a la economía Los shocks energéticos no impactan de forma inmediata; su efecto depende de su duración y de cómo se transmiten a la inflación, las condiciones financieras y el crecimiento

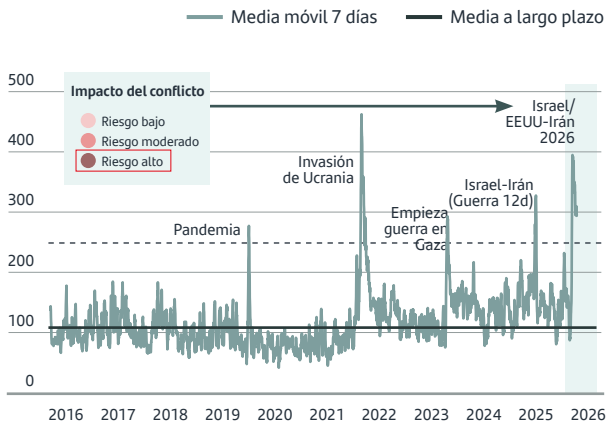
Fuente: elaboración propia



## 1. Intensidad del riesgo geopolítico

### La incertidumbre sobre el entorno geopolítico sigue en niveles extremadamente elevados

Fuente: Bloomberg (Caldara & Iacovello Índice de riesgo geopolítico). Datos a 09/04/2026



## 3. Transmisión a las expectativas de inflación

### Presión a corto plazo, con expectativas a largo plazo estables

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



## 5. Riesgo en renta variable

### La corrección del mercado sigue contenida, sin señales de dislocación

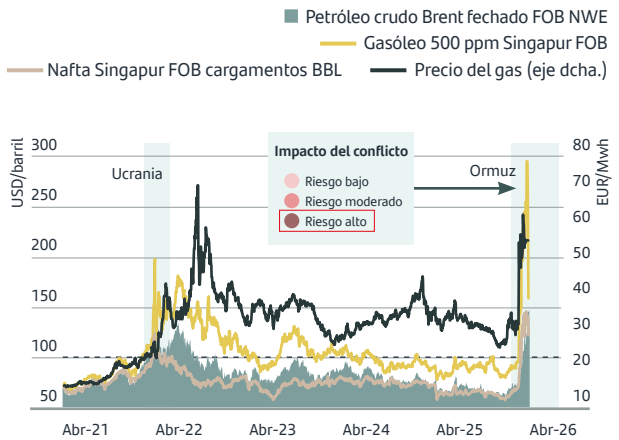
Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026. El Maximum Drawdown (MDD) mide la mayor caída porcentual de una cartera desde su punto máximo hasta su punto mínimo antes de alcanzar un nuevo máximo



## 2. Shock de oferta energética a través de precios

### Los mercados energéticos están descontando una interrupción relevante de la oferta

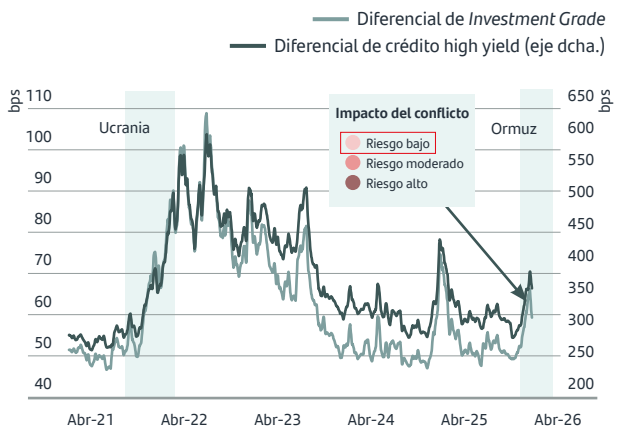
Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



## 4. Impacto en el sentimiento crediticio en EE. UU.

### Endurecimiento limitado en diferenciales, sin tensiones de financiación por ahora

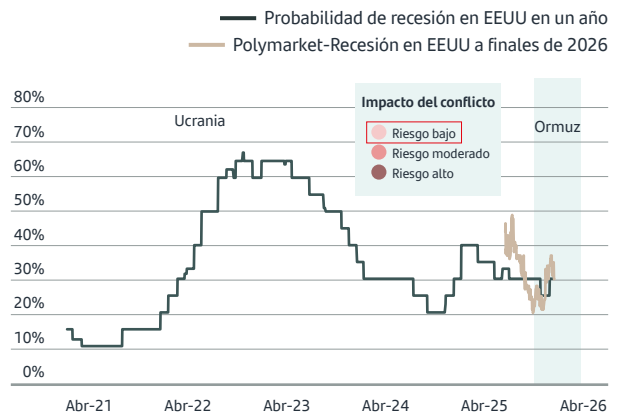
Fuente: Bloomberg (Markit) Datos a 09/04/2026



## 6. Probabilidad de shock económico

### El riesgo de recesión se mantiene moderado pese a la elevada incertidumbre

Fuente: Bloomberg y Polymarket. Datos a 09/04/2026



## 1.2 Del shock a la persistencia: evaluando la complejidad de la interrupción energética

Hasta ahora, este shock energético está siendo disruptivo en términos inflacionistas, pero con un impacto muy moderado en términos de crecimiento, si bien, se pone a prueba a partir de ahora la capacidad de la economía para absorber precios más altos sin deteriorar el entorno macro.

La **cuestión clave es cómo se transmite el shock a la economía**. Su impacto no depende solo del aumento inicial de los precios energéticos, sino de su **persistencia y del grado de traslado** a costes, expectativas de inflación y comportamiento de precios.

Esta transmisión está condicionada por el entorno macro. Los datos recientes apuntaban a una mejora de la inversión y la actividad manufacturera, junto con un proceso de desinflación que permitía a los bancos centrales avanzar hacia una postura menos restrictiva, o incluso algo flexible para aquellos bancos centrales con doble mandato. Las condiciones financieras seguían siendo favorables, ofreciendo un punto de partida sólido.

Sin embargo, esto genera un equilibrio más delicado. Con una política menos restrictiva y márgenes aún sólidos, las empresas mantienen cierta capacidad para absorber costes, pero también mayor margen para trasladarlos. **El riesgo pasa así de una disrupción inmediata a una mayor persistencia inflacionista.**

En este contexto, la escalada de tensiones en el Estrecho de Ormuz supone un shock de oferta a través del canal energético, con posibles efectos sobre cadenas de suministro y mercados financieros. **La cuestión clave es si el ciclo puede absorber una mayor inflación sin derivar en una desaceleración más acusada o en un endurecimiento de las condiciones financieras.**

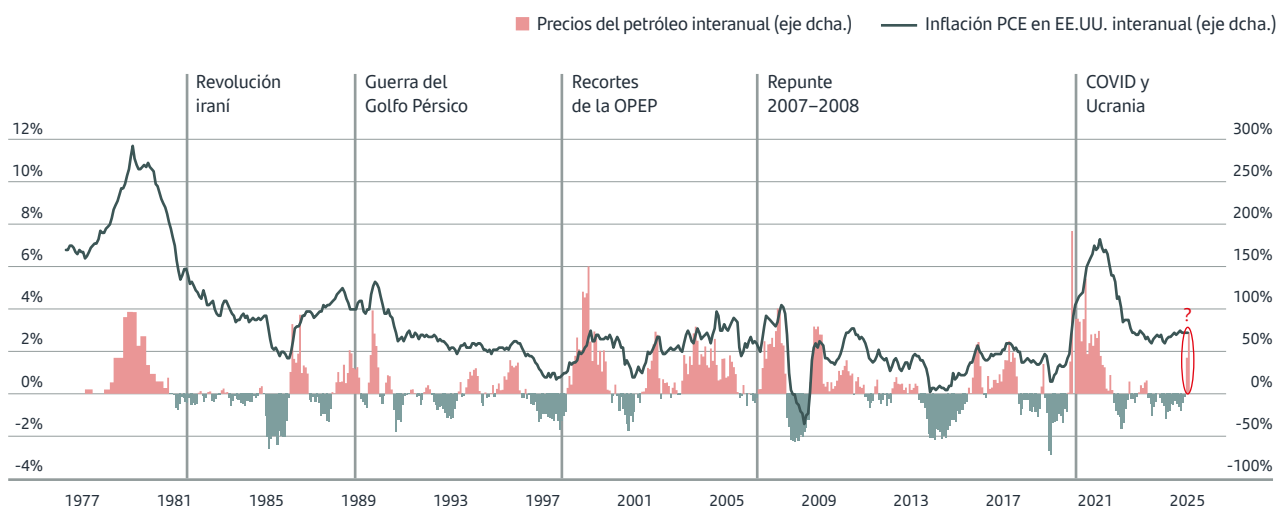
Como muestra el gráfico inferior, la transmisión de los shocks energéticos a la inflación ha dependido históricamente no sólo de la magnitud inicial del aumento de precios, sino también de su persistencia. Episodios como los shocks petroleros de los años 70 y, más recientemente, el repunte energético de 2022, se caracterizaron por aumentos de precios sostenidos y generalizados, que se trasladaron con fuerza a las expectativas de inflación y a la inflación subyacente (afectada, además, por otros factores en el caso de 2022). Por el contrario, la dinámica actual parece más contenida. Aunque los precios de la energía han aumentado y comienzan a observarse presiones inflacionistas a corto plazo, el traslado hacia la inflación subyacente sigue siendo, por ahora, limitado.

**El shock ya está elevando la inflación; su duración determinará hasta qué punto se vuelve persistente y si el crecimiento se resiente.**

### Transmisión del encarecimiento energético a las métricas de inflación (perspectiva histórica)

#### La dinámica actual se mantiene moderada frente a shocks energéticos pasados: ni 2022, ni los 70

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



# 1.3 Impacto asimétrico: geografías y sectores en un shock energético prolongado

Aunque la economía global entraba en 2026 en equilibrio, el entorno actual está cada vez más definido por la asimetría más que por la sincronización. Crecimiento e inflación siguen siendo compatibles con un aterrizaje suave, pero el impacto de los shocks externos ya no es homogéneo. Dos fuerzas explican este cambio: el shock energético y la aceleración de la inversión en IA, que están aumentando la divergencia entre economías y sectores.

Por un lado, **la inversión acelera de forma estructural**. El capex se dirige hacia infraestructuras digitales, centros de datos y capacidades ligadas a la IA, reflejando una reconfiguración industrial. Este ciclo impulsa el crecimiento, refuerza la productividad y favorece a sectores y regiones con mayor exposición a tecnología y capital.

Por otro lado, el **shock energético introduce una clara asimetría regional**. Como muestra el gráfico de la izquierda, el comportamiento de los mercados depende cada vez más de la exposición energética: los importadores netos enfrentan mayor presión, mientras que **exportadores o economías menos dependientes muestran mayor resiliencia, hipótesis que ha vuelto a materializarse en las primeras semanas del conflicto actual**.

Al mismo tiempo, las diferencias en intensidad energética son clave. Las economías más eficientes o diversificadas absorben mejor el shock, como refleja el gráfico de la derecha. Esto muestra cómo **la eficiencia energética actúa como amortiguador**, reduciendo la sensibilidad al petróleo frente a ciclos anteriores.

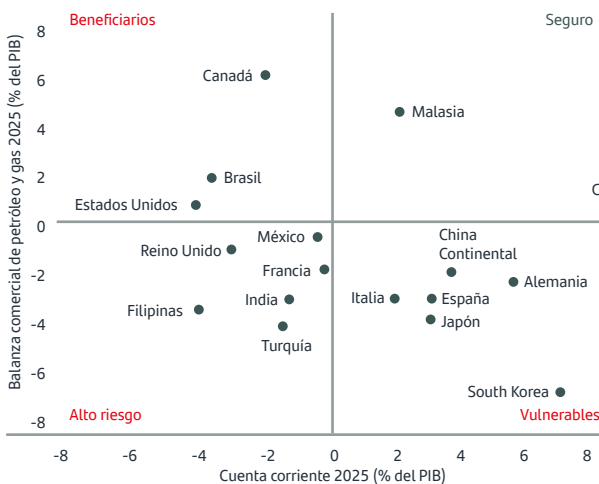
En este contexto, el entorno no apunta a un deterioro generalizado, sino a **una mayor dispersión**. La interacción entre energía e inversión en IA genera un marco más complejo, donde los resultados divergen entre países y sectores. Esto refuerza la necesidad de centrarse en el posicionamiento relativo.

**En un escenario de disrupción energética persistente, se espera que los efectos sean desiguales más que sistémicos, amplificando la divergencia entre países y sectores.**

## Posición en cuenta corriente vs. balanza comercial de petróleo y gas

### La vulnerabilidad de cada país frente a un choque energético varía en función de su dependencia

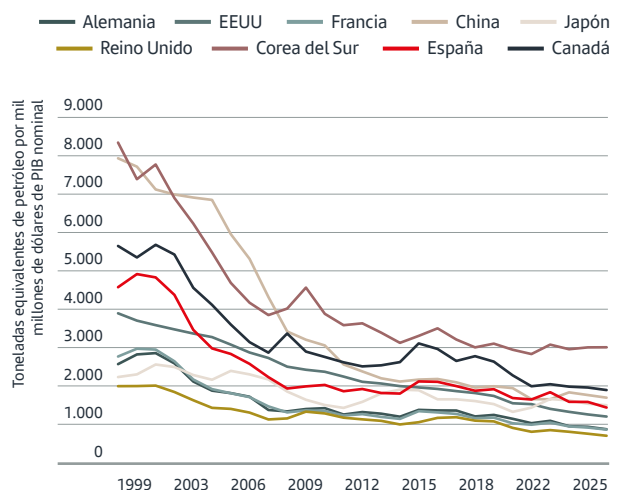
Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



## Descenso de la intensidad petrolera en las principales economías

### Las mejoras estructurales en eficiencia energética amortiguan el impacto de los shocks del petróleo

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



# 1.4 Un equilibrio cambiante: crecimiento, inflación y reajuste de la política monetaria

El shock geopolítico deja de ser solo una fuente de volatilidad y empieza a tener un impacto visible en el ciclo macro. Aunque la expansión global sigue siendo resiliente, el crecimiento se desacelera, las presiones inflacionistas reaparecen y la política monetaria se vuelve más restrictiva.

Las primeras señales ya son visibles en las expectativas. Las previsiones de crecimiento se revisan a la baja, reflejando el impacto de la energía en rentas y confianza. Al mismo tiempo, **las expectativas de inflación repuntan**, impulsadas por el encarecimiento del crudo y los primeros efectos de transmisión. El resultado es un **potencial giro estanflacionario moderado**.

Este cambio es más evidente en las expectativas de política monetaria. Los mercados han pasado de anticipar un ciclo de bajadas (o, en el peor de los casos, de mantenimiento) a un enfoque más prudente, con recortes retrasados o reducidos. En Europa, donde la **sensibilidad al shock energético es mayor**, el ajuste es más intenso. En EEUU, es más gradual, pero en la misma dirección: menos margen para bajar tipos.

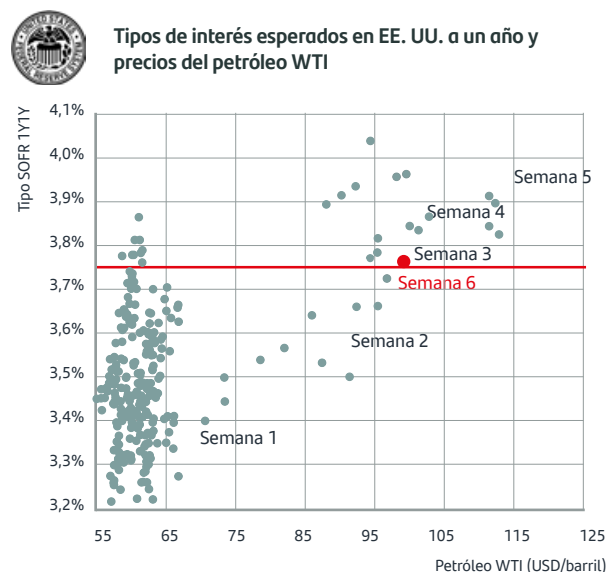
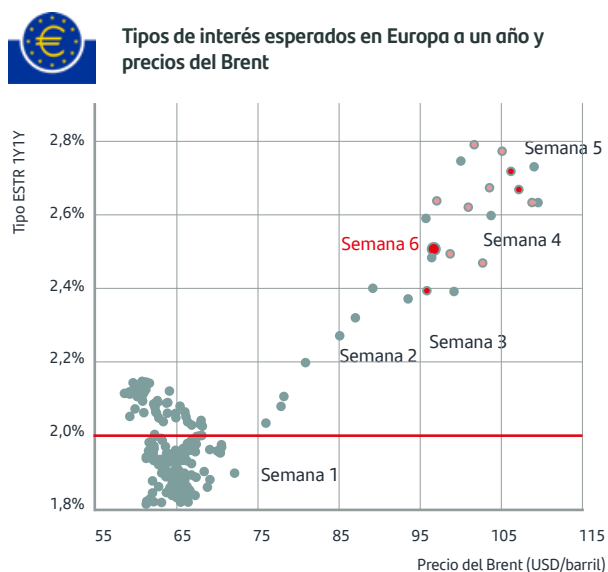
Los gráficos inferiores ilustran este ajuste. A medida que suben los precios de la energía, **las expectativas de tipos a corto plazo repuntan**, señalando un cambio en la función de reacción de los bancos centrales. Los mercados ya no asumen que las autoridades ignorarán el shock, sino que la **persistencia de la inflación limita el margen de relajación**.

Pese a este ajuste, el marco macro sigue siendo constructivo, aunque más exigente. El ciclo continúa apoyado en una demanda resiliente, en la inversión, especialmente en IA, y en condiciones financieras aún estables. Sin embargo, el **margen de error se reduce** y la evolución del crecimiento dependerá cada vez más de la **duración del shock energético y la persistencia de su impacto inflacionista**.

**El mercado está reajustando el escenario macro: un shock inflacionario impulsado por la energía que limita el margen de actuación de la política económica y podría volverla más restrictiva.**

## Precios del petróleo más altos están elevando las expectativas de tipos Los mercados están revisando al alza los tipos a medida que aumentan los riesgos de inflación impulsados por la energía

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026. Cada punto representa un día desde el inicio del conflicto. Los puntos señalados con semana representan el final de cada semana.



# 1.5 Más allá del shock: cómo la IA está transformando el ciclo macro

Aunque el shock energético domina el corto plazo, no es la única fuerza en juego. Una dinámica estructural, más gradual pero clave, es la transición hacia la IA y su impacto macro incipiente, visible en dos frentes.

En primer lugar, **la inversión acelera con fuerza**. El capex empresarial se redirige hacia infraestructuras digitales, centros de datos y capacidades ligadas a la IA. No es un rebote cíclico, sino una **reconfiguración estructural**, donde la inversión digital gana peso. Incluso fuera de la tecnología, la inversión empieza a recuperarse, reforzando la idea de que la **formación de capital vuelve a ser un pilar estructural del crecimiento**.

En segundo lugar, **el mercado laboral empieza a ajustarse**, aunque de forma no tradicional. Aunque sigue resiliente, la creación de empleo pierde dinamismo y las empresas adoptan una actitud más prudente. El crecimiento de la productividad se acelera, en línea con menores necesidades de contratación. Los salarios siguen apoyando el consumo, pero las decisiones de empleo reflejan **un cambio hacia un modelo más automatizado**.

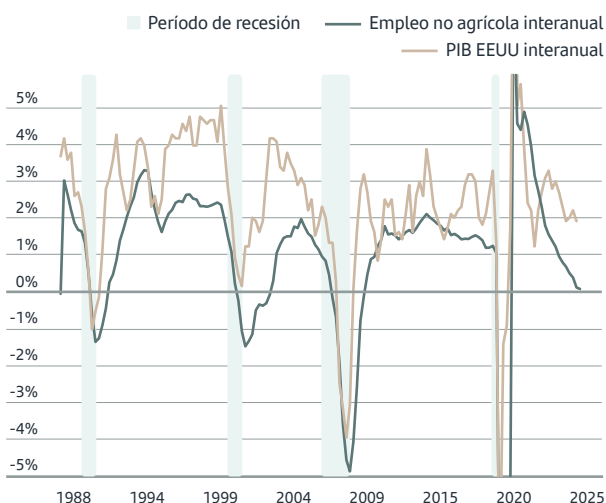
Esta combinación está generando **un cambio macro relevante**: la actividad se mantiene estable, pero su composición está cambiando. La intensidad del empleo disminuye, mientras la del capital aumenta. En otras palabras, las economías pueden sostener el crecimiento sin el mismo ritmo de creación de empleo, a medida que **las ganancias de productividad compensan la demanda laboral**. Esta transición es coherente con datos recientes que muestran un consumo que modera, pero sigue en positivo. A nivel regional, la tendencia es más evidente en EE. UU., donde la inversión en IA ya contribuye al crecimiento. En Europa, el entorno es más mixto, con inversión al alza pero aún condicionada por un menor impulso cíclico y mayor sensibilidad a la energía.

Más allá de la energía, la IA está redefiniendo el ciclo: impulsa inversión y productividad, al tiempo que cambia la composición del crecimiento.

## Crecimiento resiliente pese a menor creación de empleo en Estados Unidos

### La actividad se mantiene estable, apoyada por ganancias de productividad pese a una menor contratación

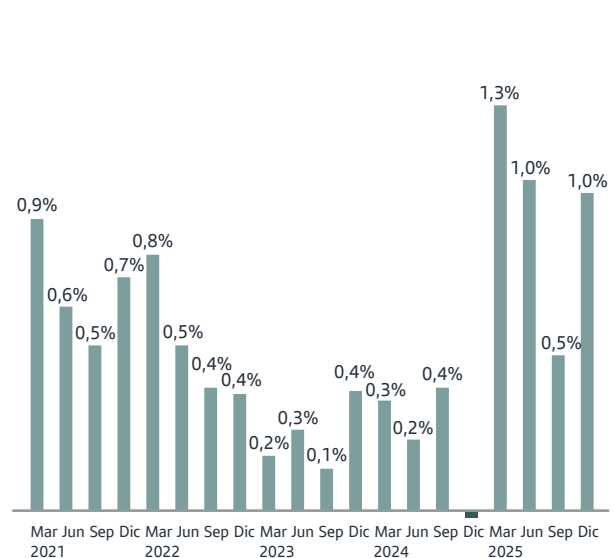
Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



## La inversión tecnológica impulsa el crecimiento en Estados Unidos (% contribución al PIB)

### La IA emerge como un factor clave frente a los vientos en contra cíclicos y macro

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



# 1.6 Resumen de las proyecciones económicas

Datos a 09/04/2026

## Crecimiento económico

Se espera que el crecimiento global ronde el 3,1% en 2026, marcando una fase más equilibrada del ciclo. El apoyo de políticas y las ganancias de productividad compensan fricciones comerciales y retos estructurales, aunque el conflicto con Irán añade riesgos vía energía. Las economías avanzadas logran aterrizajes suaves, con crecimiento sólido en EE. UU. (~2,6%) y más moderado en Europa (zona euro 0,8%, Reino Unido 0,7%), donde el encarecimiento energético puede lastrear. Las economías emergentes siguen creciendo a un ritmo moderado, algo más contenido, apoyadas por inversión y demanda interna.

PIB (promedio anual %)	2025	2026e	2026 Consenso	2027e	2027 Consenso
Mundo	3,2	3,1	3,0	3,0	3,1
Estados Unidos	2,1	2,6	2,2	1,8	2,0
Eurozona	1,4	0,8	1,1	0,9	1,4
Reino Unido	1,3	0,7	0,8	1,2	1,2
Alemania	0,4	0,6	0,8	1,1	1,4
Francia	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0
Italia	0,5	0,5	0,6	0,5	0,8
España	2,8	2,0	2,2	1,5	1,9
Brasil	2,3	2,0	1,8	1,4	1,8
México	0,6	1,7	1,5	2,3	1,9
Chile	2,4	2,2	2,2	3,0	2,5

## Inflación

Se espera que la inflación general se mantenga relativamente estable en 2026, con cierta divergencia regional (EE. UU. ~3,1%, zona euro ~2,9%, Reino Unido ~3,0%). La moderación de los mercados laborales debería aliviar las presiones en servicios, aunque los aranceles en EE. UU. y los riesgos energéticos asociados a Irán podrían generar presiones al alza, especialmente en Europa. Las expectativas de inflación permanecen ancladas, respaldando la estabilidad de precios a nivel global, aunque con riesgos al alza.

Inflación (promedio anual)	2025	2026e	2026 Consenso	2027e	2027 Consenso
Estados Unidos	2,7	3,1	3,1	2,1	2,5
Eurozona	2,1	2,9	2,3	2,2	2,0
Reino Unido	3,4	3,0	2,9	2,4	2,4
Alemania	2,2	3,1	2,5	2,3	2,1
Francia	0,9	2,1	1,8	1,6	1,7
Italia	1,7	2,7	2,1	2,1	1,8
España	2,7	3,2	2,7	2,5	2,0
Brasil	5,0	4,1	4,1	4,1	3,9
México	3,8	4,0	4,0	4,0	3,8
Chile	4,2	3,4	3,2	3,0	3,0

## Política Monetaria

Nuestra visión sobre los bancos centrales sigue siendo coherente con un entorno macro constructivo, aunque la guerra ha hecho que el proceso de relajación sea más prudente, gradual y desigual por regiones. Frente al escenario inicial de 2026, los tipos seguirán bajando en conjunto, pero con menor margen para hacerlo con rapidez, dado el riesgo de nuevas presiones inflacionistas. No esperamos las subidas de tipos que ahora sí descuenta el mercado en la zona Euro. EE. UU. y la zona euro encajan todavía en un escenario de aterrizaje suave, mientras que el Reino Unido muestra mayores limitaciones y Latinoamérica, especialmente Brasil, mantiene un enfoque más prudente.

Tipos oficiales (%)	2025	2026e	2026 Consenso	2027e	2027 Consenso
Estados Unidos	3,75	3,50	3,50	3,25	3,25
Eurozona	2,15	2,00	2,03	2,50	2,11
Reino Unido	3,75	3,75	3,42	3,25	3,25
Brasil	15,00	12,50	12,67	12,00	10,89
México	7,00	6,50	6,48	6,50	6,50
Chile	4,50	4,25	4,39	4,25	4,28

## Divisas

Los factores geopolíticos y financieros podrían presionar al dólar en 2026, lo que podría favorecer una depreciación gradual a medio plazo. A corto plazo, puede mantenerse como refugio ante riesgos en Ormuz. Las divisas emergentes deberían ser resilientes, con divergencias entre exportadores de energía, más favorecidos, e importadores, más vulnerables, en un entorno de mayor volatilidad por cambios comerciales y arancelarios.

FX vs. USD	2025	2026e	2026 Consenso	2027e	2027 Consenso
EUR	1,17	1,19	1,19	1,21	1,20
GBP	1,33	1,30	1,35	1,34	1,38
BRL	5,40	5,60	5,40	5,70	5,40
MXN	18,50	18,00	17,84	18,75	18,20
CLP	940	880	886	850	883

Fuentes: Santander Private Banking, Santander Research - The Year Ahead: Resetting Growth in a New Geoeconomic Era (2025), IMF World Economic Outlook (October 2025), OECD Economic Outlook Interim Report (September 2025), ECB Economic Bulletin (September 2025), Bloomberg, estadísticas nacionales.

# Disrupción tecnológica y transición de mercado: de la dirección a la dispersión

Los mercados siguen respaldados por unos fundamentales sólidos: los beneficios son resilientes, los balances están saneados y el entorno macro continúa siendo constructivo. Sin embargo, la naturaleza del liderazgo de mercado está cambiando. Lo que inicialmente fue un rally con impulso casi exclusivo de la tecnología, está evolucionando hacia una fase más selectiva, en la que los inversores diferencian con mayor intensidad entre sectores, modelos de negocio y estructuras de capital.

La inteligencia artificial se sitúa en el centro de esta transición. Los mercados ya no se limitan a premiar la exposición a la IA, sino que están reevaluando quién puede capturar sus beneficios, quién puede financiar la infraestructura necesaria y qué incumbentes podrían verse desplazados. Esto está impulsando una reevaluación en segmentos como el software y los *hyperscalers*, al tiempo que aumenta la relevancia de la intensidad de capital, la capacidad de ejecución y la resiliencia de los modelos de negocio.

Como resultado, el entorno de mercado se vuelve más fragmentado y exigente. Las valoraciones siguen apoyadas en beneficios creíbles y en el impulso de la inversión, pero la compresión de las primas de riesgo deja menos margen para la decepción. En este contexto, las rentabilidades dependen menos de la dirección general del mercado y más de la selectividad entre geografías, sectores y activos, reforzando la importancia de una gestión activa y de fuentes de exposición diversificadas.

## 2. Mercados: fundamentales sólidos en un entorno más exigente

La aceleración de la inteligencia artificial está transformando los mercados más allá de una simple narrativa de crecimiento. Lo que era un ciclo impulsado por liquidez y expansión de múltiplos evoluciona hacia uno definido por mayor dispersión, intensidad de capital y una repricing más selectiva del riesgo. El liderazgo de mercado se estrecha y la disponibilidad de financiación gana peso.

A nivel de índices, los fundamentales continúan dando soporte. El gráfico de la izquierda muestra que la renta variable sigue anclada en el crecimiento de beneficios, mientras que el de la derecha apunta a una ampliación de esa resiliencia más allá de la tecnología. **El ciclo se mantiene, pero con mayor exigencia en la selección.**

Bajo la superficie, el mercado entra en una fase más selectiva. La primera etapa del rally de la IA premió la exposición de forma amplia; ahora se reevalúan la captura de valor, el riesgo de disrupción y la capacidad de adaptación.

Al mismo tiempo, la IA es cada vez más una historia de escala, infraestructura y financiación. Los hyperscalers intensifican la inversión en centros de datos, cómputo y energía, reforzando la importancia de **la asignación de capital y la solidez de los balances.**

Este ajuste se extiende al crédito y a los mercados privados, donde aumenta la diferenciación entre fortaleza financiera y resiliencia de modelos de negocio. **Se trata de un proceso de repricing, no de estrés sistémico.**

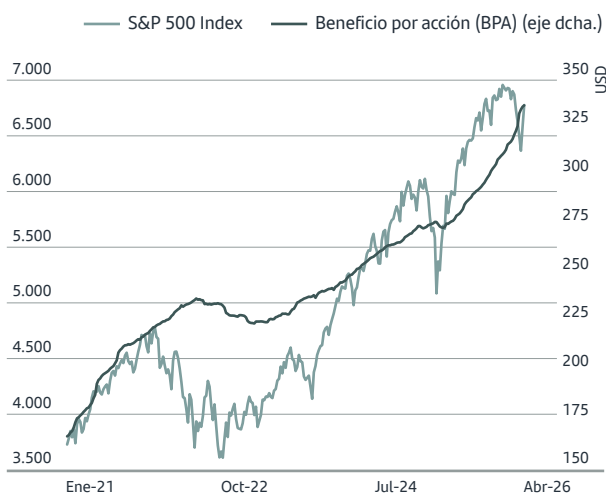
En conjunto, el ciclo sigue apoyado por beneficios e inversión, pero el mercado se vuelve más disciplinado.

Los inversores ahora premian de forma más selectiva la ejecución, la disciplina y la resiliencia de los modelos de negocio.

### El desempeño del S&P 500 sigue anclado en los fundamentales

Las sólidas tendencias de beneficios continúan respaldando los mercados de renta variable

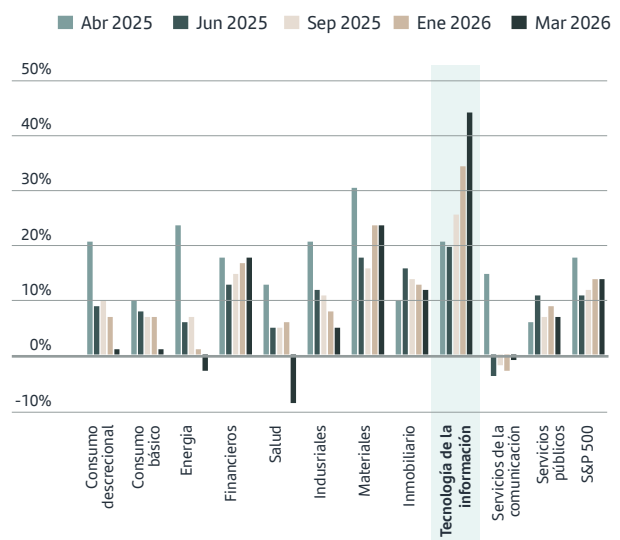
Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



### El crecimiento de beneficios se mantiene resiliente con una dispersión creciente

El impulso de los beneficios está liderado por el sector tecnológico, respaldando el crecimiento general

Fuente: ASR Ltd. y Santander. Revisiones del crecimiento de beneficios del 1T de 2026 en distintos periodos



## 2.1 Disrupción de la IA: del momentum a un ajuste más selectivo

Las primeras semanas de 2026 han marcado un cambio en la dinámica de mercado. Aunque los índices de nuevo están en positivo después de la caída causada por el conflicto de Ormuz, la realidad es más compleja: **la dispersión entre sectores y modelos de negocio ha aumentado, señalando que los mercados empiezan a reevaluar las implicaciones del ciclo de IA.**

Este *repricing* ha sido especialmente visible en tecnología, en particular en *software*. Varias compañías han sufrido correcciones significativas, en muchos casos por valoraciones exigentes más que por deterioro de fundamentales. El mercado ya no cuestiona el crecimiento, sino **quién capturará el valor.**

El cambio viene impulsado por una nueva percepción sobre la velocidad y el alcance de la IA. La implementación avanza más rápido de lo esperado, especialmente en entornos empresariales. Al mismo tiempo, **nuevos actores como Anthropic ganan tracción**, reduciendo barreras de entrada y desafiando a los incumbentes.

Como resultado, **los mercados empiezan a descontar un escenario más disruptivo.** Agentes de IA, automatización y robótica amplían el impacto más allá de la tecnología hacia servicios, industria y modelos de negocio.

Las compañías basadas en escala, distribución o innovación incremental están siendo cuestionadas frente a plataformas capaces de generar **ganancias de productividad de segundo orden.**

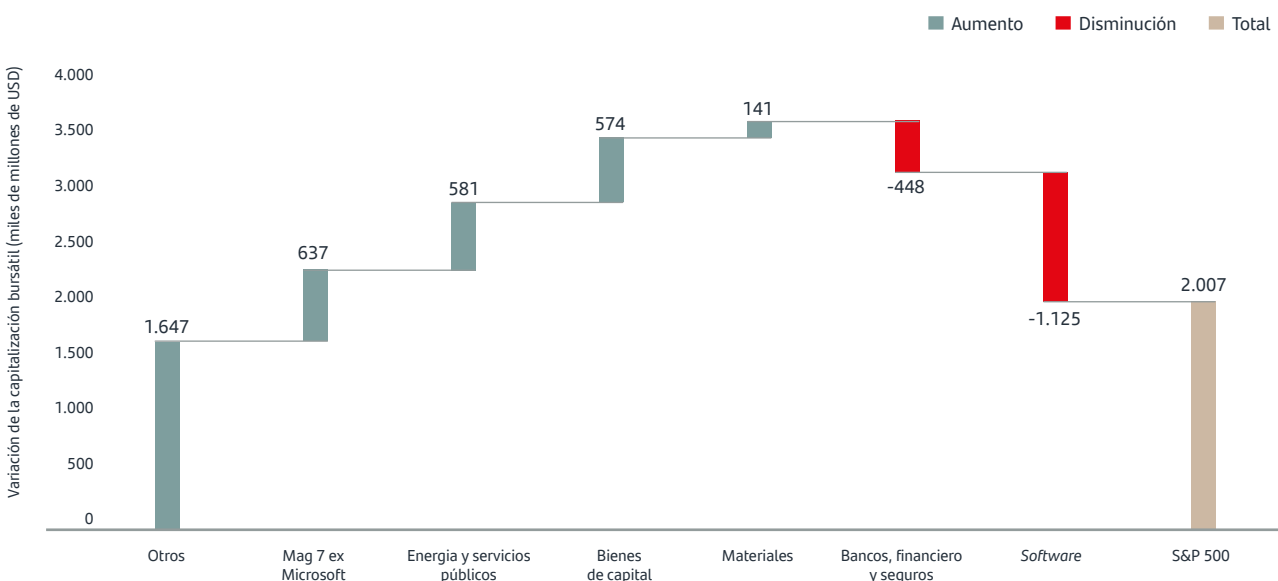
Este movimiento no implica el fin de la narrativa de la IA, sino su evolución. Los mercados pasan de un optimismo generalizado a un entorno de diferenciación, **donde se premia la ejecución frente a la exposición.** La cuestión ya no es si la IA transformará la economía, sino **a qué velocidad y quién capturará el valor.**

**Los mercados están dejando de valorar el crecimiento de la IA para empezar a valorar su disrupción: quién gana, quién se adapta y quién queda desplazado.**

### El comportamiento del S&P 500 enmascara una fuerte divergencia sectorial

### Las necesidades de infraestructura física y el potencial disruptivo de la IA están redefiniendo las valoraciones

Fuente: Bloomberg Datos a 16/04/2026. Variación de la capitalización bursátil en el año (YTD)



## 2.2 Los disruptores de la IA: velocidad, escala e impacto sistémico

La actual ola de inteligencia artificial no solo está siendo impulsada por nuevas compañías: está siendo definida por ellas.

OpenAI, Anthropic y xAI representan una nueva categoría: no son innovadores incrementales, sino **disruptores sistémicos capaces de redefinir industrias a gran velocidad**. Lo que las distingue es la rapidez de escalado. OpenAI, por ejemplo, podría alcanzar los 100.000 millones en ingresos anuales a un ritmo sin precedentes, reflejando un cambio estructural en la adopción tecnológica, impulsado por la **penetración simultánea en particulares y empresas**.

Esta aceleración se apoya en una capacidad extraordinaria para atraer capital. Estas compañías operan a una escala propia de mercados públicos, pero siguen siendo privadas. OpenAI lidera esta tendencia, con valoraciones en rápido aumento. El resultado es una nueva dinámica: **empresas privadas con escala de mercado cotizado y relevancia sistémica**, que priorizan velocidad, escala y dominio del ecosistema, con fuerte inversión en computación, datos e infraestructura.

El impacto estratégico de la IA se refleja en una nueva arquitectura de mercado. La IA no es una única tecnología, sino una **plataforma horizontal**. Estas empresas no solo desarrollan productos, sino infraestructuras capaces de desplegarse en múltiples sectores simultáneamente, desde buscadores y publicidad hasta *software* y procesos empresariales.

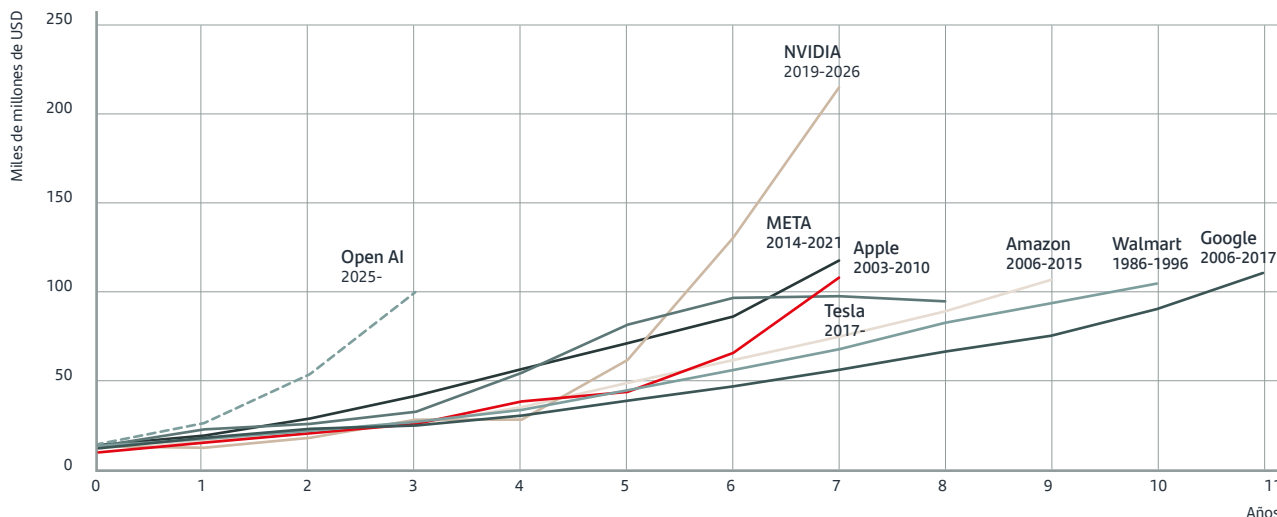
La siguiente fase de la disrupción llegará probablemente a los mercados públicos. **Se está formando un pipeline de salidas a bolsa**, con OpenAI, Anthropic y xAI aspirando a algunas de las mayores valoraciones de la historia. Estas operaciones no solo reflejarán la magnitud de la oportunidad, sino que **redefinirán la asignación de capital global**, consolidando a la IA como motor central del crecimiento.

La IA no es solo un sector: es una capa disruptiva. Una nueva generación de compañías escala a velocidad sin precedentes, redefiniendo industrias y la asignación global de capital.

**Años necesarios para pasar de 10.000 millones a 100.000 millones de dólares en ingresos**

**La IA está impulsando el crecimiento de ingresos más rápido de la historia tecnológica, con adopción y monetización acelerándose más allá que en olas de innovación previas**

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026. Con información de <https://epoch.ai/gradient-updates/openai-is-projecting-unprecedented-revenue-growth>



## 2.3 La aceleración de la IA exige una inversión sin precedentes

### La IA está impulsando un cambio estructural en el modelo de negocio de los *hyperscalers*.

Las compañías que históricamente operaban con modelos ligeros en capital y alta generación de caja están entrando en una fase de mayor intensidad inversora. La necesidad de construir centros de datos, asegurar capacidad de cómputo y ampliar infraestructuras energéticas está transformando la economía del sector, pasando de modelos flexibles a **estructuras más intensivas en capital**.

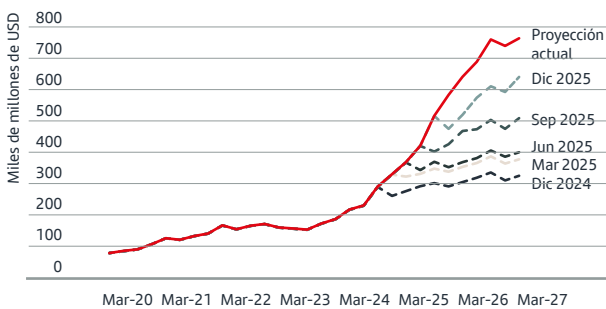
Este cambio está alterando la dinámica financiera. Una mayor parte del flujo de caja se destina a capex, reduciendo el flujo de caja disponible y, en algunos casos, aumentando el apalancamiento. Motores tradicionales como **la expansión de márgenes y la eficiencia del capital** están siendo complementados, o sustituidos, por la capacidad de **desplegar capital a escala y sostener ciclos de inversión largos**.

Los mercados empiezan a reflejar esta transición. Aunque las condiciones de financiación siguen siendo favorables, el **comportamiento inversor es más selectivo**, con mayor diferenciación según intensidad de inversión, ejecución y fortaleza de balance. Los hyperscalers dejan de percibirse como un grupo homogéneo y pasan a evaluarse en función de **su asignación de capital y posicionamiento estratégico**.

La IA está impulsando un cambio estructural en los *hyperscalers*: de modelos ligeros en capital a una competencia intensiva en capital y basada en la escala.

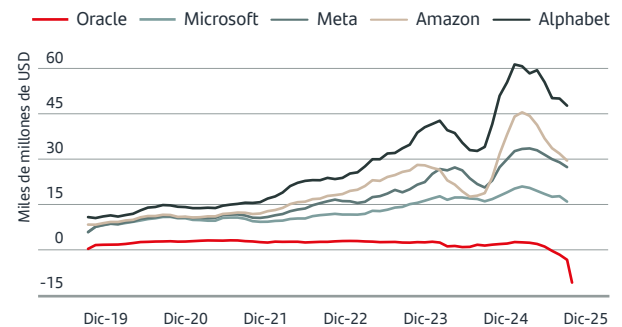
#### Proyecciones de capex en IA Los *hyperscalers* están acelerando la inversión en infraestructura de IA

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



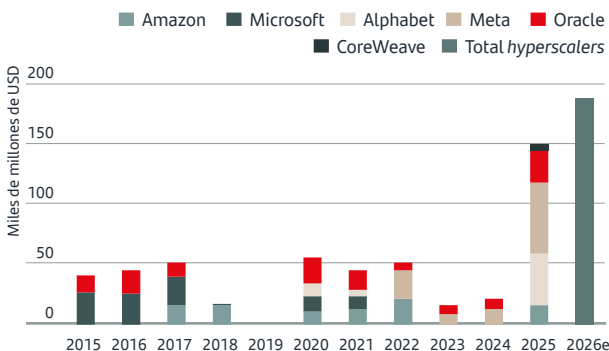
#### Generación de flujo de caja de los *hyperscalers* La inversión está presionando la generación de flujo de caja libre

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



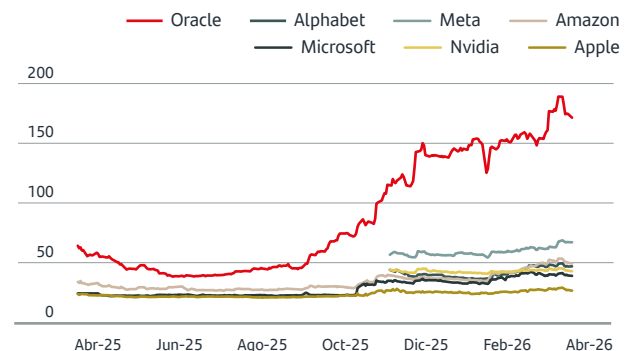
#### Emisión de deuda de los *hyperscalers* Los mercados de deuda financian cada vez más las necesidades de inversión

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



#### Spreads CDS de los *hyperscalers* La ampliación de spreads es limitada y concentrada en emisores específicos

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



## 2.4 Navegar la dispersión en un entorno más limitado

### El entorno macro sigue siendo favorable, pero menos complaciente.

La combinación de tensiones geopolíticas, precios energéticos más altos y una política monetaria más restrictiva introduce un **sesgo estancacionario moderado**: menor crecimiento, mayor inflación y menor margen de actuación. No apunta a recesión, pero implica un entorno más exigente y **mayor necesidad de posicionamiento activo**.

En este contexto, **la geografía gana peso como motor de rentabilidad**. La dispersión entre mercados refleja diferencias en exposición energética y balances externos. Los importadores netos sufren mayor presión, mientras que exportadores o economías menos expuestas muestran más resiliencia, reforzando la importancia de una **asignación geográfica selectiva**.

A nivel sectorial, emerge un patrón similar. Los mercados diferencian entre modelos más expuestos a costes y compresión de márgenes y aquellos con mayor capacidad de adaptación. Al mismo tiempo, sectores como tecnología, especialmente *software*, están siendo reevaluados a medida que la **disrupción de la IA redefine la competencia**, dando lugar a una visión más equilibrada de riesgos y oportunidades.

Las valoraciones han ajustado de forma significativa, alejándose de los niveles de exuberancia hacia un entorno más disciplinado. Este ajuste es positivo: **las primas de riesgo aumentan y los retornos esperados se alinean mejor con los fundamentales**, que en general se mantienen sólidos y permiten una mayor selectividad.

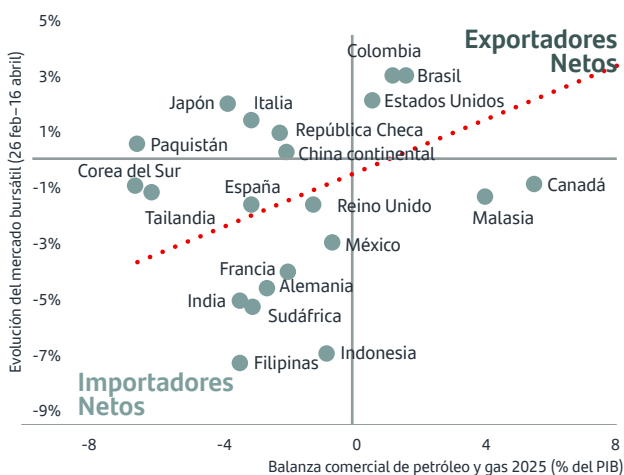
La implicación es clara: **ya no es un mercado guiado por tendencias direccionales, sino por una creciente dispersión**. La asignación táctica entre geografías, sectores y valores se vuelve clave en un entorno marcado por presiones cíclicas y transformación estructural.

El mercado está pasando de tendencias direccionales a un entorno de mayor dispersión, donde la geografía, los sectores y la selección de valores se convierten en los principales motores de rentabilidad.

### Balanza comercial de petróleo y gas vs. comportamiento bursátil desde el inicio del conflicto de Ormuz

#### Los mercados favorecen a exportadores y penalizan a economías importadoras

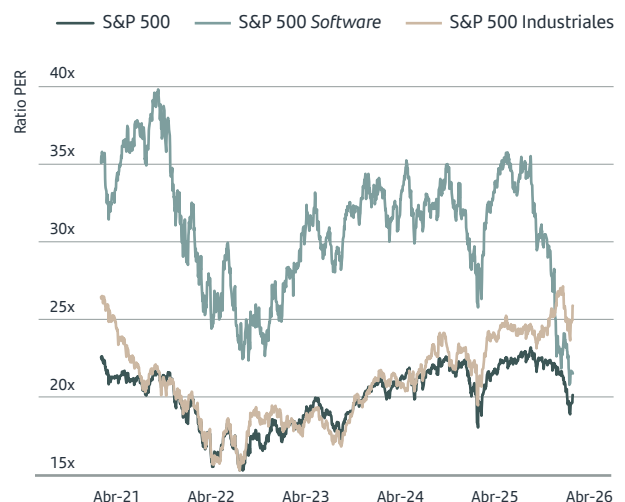
Fuente: Bloomberg. Datos a 16/04/2026



### De prima a presión: ajuste en valoraciones de software

#### Los mercados reevalúan modelos expuestos a la disrupción de la IA

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



## 2.5 Activos refugio en un entorno más incierto

La reciente escalada geopolítica ha reforzado el papel de los activos refugio tradicionales, impulsando reajustes en divisas y materias primas.

Como muestra el gráfico, el dólar se fortaleció en las primeras semanas de conflicto, reafirmando su papel como activo refugio en el corto plazo. Esto refleja tanto su condición de moneda de reserva como la **menor exposición relativa de EEUU a shocks energéticos**.

Como exportador neto de energía, EEUU está menos expuesto que muchas economías emergentes e importadoras, que son más vulnerables a **deterioros en los términos de intercambio comercial**.

Al mismo tiempo, el oro –tras un periodo de fuerte apreciación– ha registrado una corrección parcial, reflejando **ajustes de posicionamiento más que un cambio estructural en la demanda**. La combinación de un dólar más fuerte y toma de beneficios explica este movimiento, aunque el oro mantiene (e incluso, refuerza) su papel como cobertura estratégica en un entorno geopolítico fragmentado.

Desde el punto de vista de asignación, estas dinámicas refuerzan la importancia de la diversificación frente a estrategias concentradas. Aunque la geopolítica puede generar episodios de volatilidad, los principales drivers siguen siendo los tipos de interés, las condiciones financieras, y los estados financieros (balances y cuentas de resultados) de las empresas, que en conjunto torgan una imagen positiva del ciclo.

La construcción de carteras debe mantenerse equilibrada. La renta fija recupera su papel como estabilizador, aportando ingresos y diversificación, aunque la prima por incertidumbre inflacionaria, que se une a una prima fiscal con potencial de seguir tensionándose, obliga a ser prudentes en la toma de duración y a seleccionar activos de calidad, tanto a nivel gobierno como en el segmento corporativo.

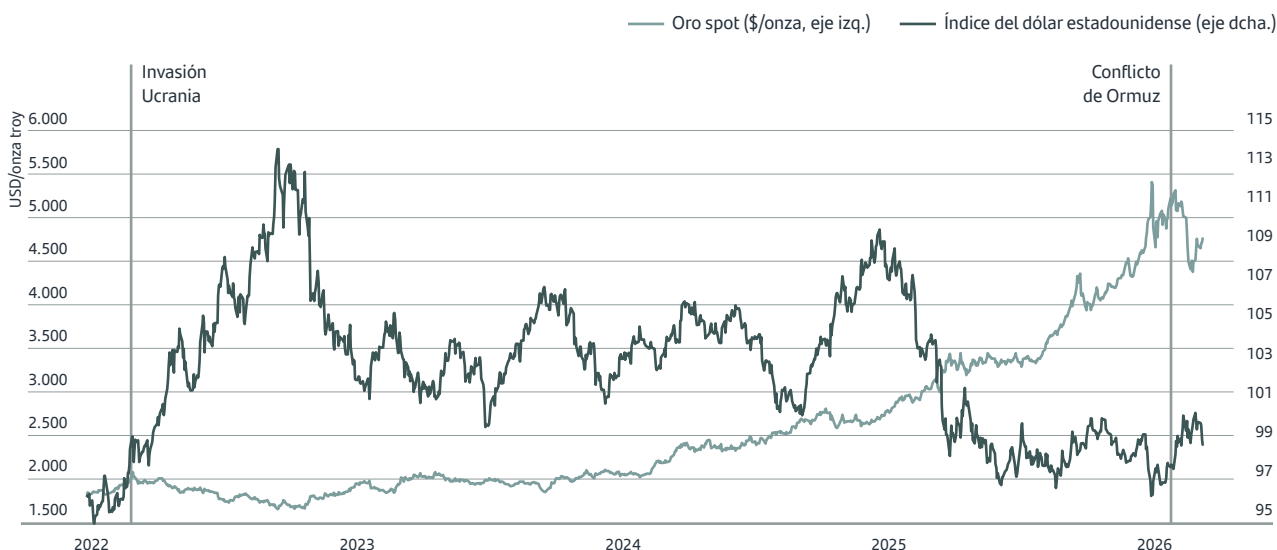
Al mismo tiempo, la renta variable sigue respaldada por beneficios resilientes y cada vez más sectores y estilos (small caps por ejemplo) se unen al liderazgo de las tech.

**En un mundo más incierto, la dinámica de los activos refugio está evolucionando, con divisas y metales preciosos reaccionando de forma diferente al riesgo geopolítico.**

### Cambio en marcha, no ruptura: los activos refugio en estrés geopolítico

#### El oro refleja un mayor interés por activos reales, pero el dólar sigue siendo un refugio clave a corto plazo

Fuente: Bloomberg. Datos a 09/04/2026



# Ideas de inversión: Posicionamiento para un mundo de dispersión

En clave de inversión, la primera conclusión es que la creación de valor se está desplazando hacia los habilitadores del crecimiento estructural. En la temática de la IA, la oportunidad reside cada vez menos solo en plataformas y aplicaciones, y más en la infraestructura que las sustenta: semiconductores, capacidad de computación, electrificación, inversión en redes y sistemas industriales capaces de soportar una economía digital más intensiva en capital.

La segunda conclusión es que el shock energético debe abordarse desde la asimetría, más que desde una visión macro direccional única. El encarecimiento de la energía está afectando de forma desigual a regiones y sectores, favoreciendo a exportadores, compañías con capacidad de fijación de precios y activos que pueden actuar como coberturas estratégicas. Esto refuerza la importancia de la selección geográfica y de mantener exposición a aquellas áreas mejor posicionadas para absorber presiones inflacionistas y desequilibrios externos.

La tercera conclusión es que el crecimiento está cada vez más diversificado en términos sectoriales. En este entorno, la calidad en renta variable, el papel estabilizador de la renta fija y un enfoque más activo cobran mayor relevancia. A medida que se amplían las diferencias entre sectores, regiones y modelos de negocio, la construcción de carteras debe centrarse con mayor claridad en la resiliencia, el valor relativo y la capacidad de adaptar el posicionamiento a medida que evoluciona el ciclo.

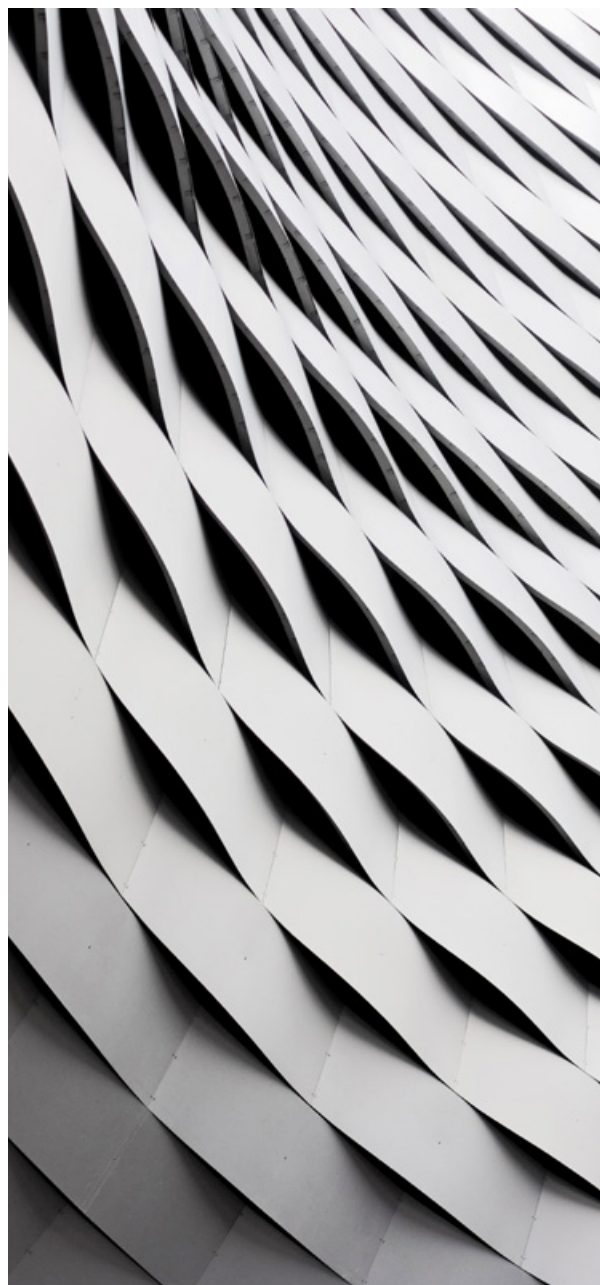
## 3.1 Ajustarse al nuevo ciclo de inversión

La fase actual de la revolución de la IA ya no se define por expectativas, sino por la ejecución. La inversión se acelera en infraestructuras digitales, sistemas energéticos y capacidad industrial, transformando un modelo tecnológico ligero en capital en un ecosistema intensivo en inversión. Este cambio desplaza la creación de valor desde las historias de crecimiento más visibles hacia los facilitadores subyacentes del ciclo. Las empresas mejor posicionadas son aquellas capaces de desplegar capital a gran escala, asegurar acceso a recursos críticos como energía y computación y sostener ciclos largos de inversión. Como resultado, el conjunto de oportunidades se amplía más allá de la tecnología tradicional, exigiendo un enfoque más selectivo.

La primera idea clave se centra en **semiconductores e infraestructuras de computación**, donde la demanda sigue superando a la oferta. La adopción de la IA avanza en consumo y empresa, mientras que la inversión en chips avanzados, memoria y capacidad de procesamiento continúa siendo un cuello de botella estructural. Esto refuerza la **visibilidad de ingresos y el poder de fijación de precios** de los líderes del sector.

La segunda idea se centra en **energía y electrificación**, que emergen como restricciones críticas en el desarrollo de la IA. La creciente intensidad energética de los centros de datos impulsa la demanda de generación eléctrica, redes y eficiencia energética, posicionando a utilities, infraestructuras energéticas y proveedores industriales como beneficiarios directos del ciclo.

La tercera idea radica en **automatización industrial y adopción en la economía real**, donde el impacto de la IA se traduce en productividad. Las compañías que integran IA en fabricación, logística y servicios están en posición de capturar **mejoras de márgenes y eficiencia**, beneficiándose tanto del ciclo de inversión como de la transformación operativa.



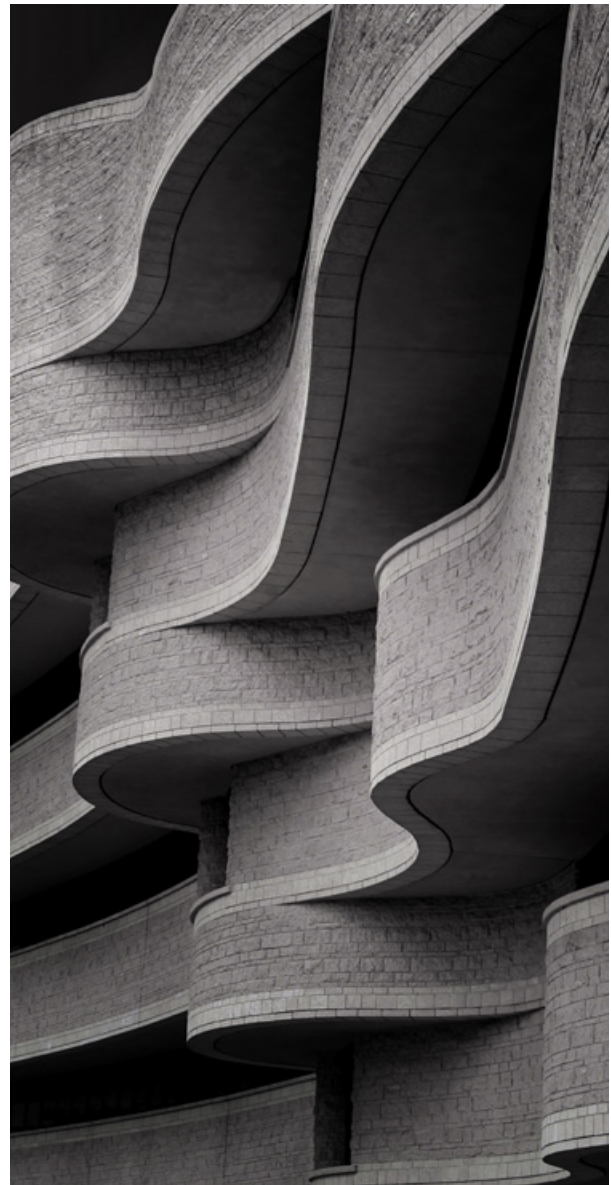
## 3.2 Posicionamiento para un choque de energía asimétrico

El actual entorno geopolítico se entiende mejor a través de sus canales de transmisión económica, con la energía como vínculo principal entre los eventos geopolíticos y los resultados macroeconómicos. Los precios más altos de la energía no están provocando una recesión sistémica, pero sí están reconfigurando la distribución del crecimiento y la inflación entre economías. Esto genera un entorno más asimétrico, donde el rendimiento depende cada vez más de la exposición energética, los balances externos y la sensibilidad a los costes. Más que adoptar una visión macro direccional, las carteras deben reflejar estas divergencias, reconociendo que un mismo shock puede generar resultados muy distintos según la asignación de capital.

La primera idea clave es **favorecer economías con perfiles energéticos más resilientes**, especialmente exportadores netos o menos dependientes de energía importada. Estas regiones están mejor posicionadas para absorber precios más altos sin un deterioro relevante del crecimiento o de los balances externos, lo que las hace más atractivas en escenarios de disrupción prolongada como por ejemplo, EE.UU.

La segunda idea se centra en **sectores con poder de fijación de precios y resiliencia de márgenes**, capaces de trasladar mayores costes. Energía, materiales y algunos segmentos industriales se benefician directa o indirectamente de precios más elevados, manteniendo **mayor visibilidad de beneficios** en un entorno donde los márgenes están bajo presión en otros sectores.

La tercera idea es **mantener exposición a coberturas estratégicas**, especialmente oro y materias primas seleccionadas, que ofrecen protección frente al riesgo geopolítico y la inflación. Estos activos no solo actúan como defensivos, sino que están cada vez más integrados en **dinámicas estructurales como la transición energética y la escasez de recursos**, reforzando su papel como componentes clave de cartera.



### 3.3 De dirección a dispersión

El cambio estructural más importante en los mercados es la transición de un régimen impulsado por tendencias amplias a uno caracterizado por una dispersión creciente. A medida que tanto el choque energético como la disrupción de la IA se propagan por el sistema, las diferencias entre sectores, regiones y modelos de negocio se están haciendo más evidentes. La rentabilidad está cada vez más determinada por el posicionamiento relativo, más que por la exposición direccional. En este entorno, la capacidad de distinguir entre ganadores y perdedores se convierte en la principal fuente de alpha, exigiendo un enfoque de inversión más activo y selectivo.

La primera idea clave es **priorizar el crecimiento de calidad dentro de las rentas variables, poniendo la lupa sobre empresas con balances sólidos y resilientes, beneficios crecientes y un posicionamiento claro dentro del ecosistema de IA.** A medida que la disrupción se acelera, no todo el crecimiento es igual, y los mercados recompensan cada vez más a quienes ofrecen ventajas competitivas sostenibles mientras revaloran a quienes están en riesgo de desplazamiento.

La segunda idea es **enfaticar la calidad dentro de la renta fija, especialmente a través de crédito de grado de inversión y duración en deuda soberana.** En un contexto de condiciones financieras cada vez más duras y creciente incertidumbre de crecimiento, los segmentos de menor calidad están más expuestos a la valoración no lineal, mientras que los activos de mayor calidad proporcionan tanto ingresos como estabilidad dentro de las carteras.

La tercera idea es apoyarse en **estrategias de asignación activa y valor relativo para captar la dispersión entre los mercados.** A medida que se amplían las diferencias entre geografías, sectores e instrumentos, la exposición pasiva se vuelve menos efectiva y la capacidad de ajustar dinámicamente la posición se convierte en un determinante crítico del rendimiento.



# Anexo tablas

## Rentabilidades de los principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 12 de abril de 2026	Rentabilidades						Rentabilidad anualizada				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	YTD	1 Año	3 Años	5 Años	10 Años
Liquidez (USD) <sup>(1)</sup>	0,4%	0,1%	1,7%	5,2%	5,4%	4,4%	1,0%	4,2%	4,9%	3,5%	2,3%
Liquidez (EUR) <sup>(2)</sup>	-0,5%	-0,5%	0,1%	3,4%	3,9%	2,3%	0,6%	2,1%	3,2%	2,0%	0,8%
R. Fija Global USD <sup>(3)</sup>	9,2%	-4,7%	-16,2%	5,7%	-1,7%	8,2%	0,1%	4,3%	2,8%	-1,4%	0,6%
R. Fija USD <sup>(4)</sup>	7,5%	-1,5%	-13,0%	5,5%	1,3%	7,3%	0,3%	6,5%	3,5%	0,3%	1,7%
R. Fija Gobiernos (USD) <sup>(5)</sup>	5,8%	-1,7%	-7,8%	4,3%	2,4%	6,5%	0,2%	4,7%	3,5%	1,0%	1,5%
R. Fija Corporativos (USD) <sup>(6)</sup>	9,9%	-1,0%	-15,8%	8,5%	2,1%	7,8%	0,1%	8,1%	4,7%	0,7%	2,8%
R. Fija High Yield (USD) <sup>(7)</sup>	7,1%	5,3%	-11,2%	13,4%	8,2%	8,6%	0,8%	11,1%	8,9%	4,4%	6,2%
Renta Fija Euro <sup>(8)</sup>	4,0%	-2,9%	-17,2%	7,2%	2,6%	1,2%	-0,3%	1,0%	2,9%	-1,8%	0,0%
R. Fija Gobiernos (EUR) <sup>(9)</sup>	5,0%	-3,5%	-18,5%	7,1%	1,9%	0,6%	-0,5%	0,4%	2,3%	-2,5%	-0,2%
R. Fija Corporativos (EUR) <sup>(10)</sup>	2,8%	-1,0%	-13,6%	8,2%	4,7%	3,0%	-0,2%	2,8%	4,6%	0,0%	1,2%
R. Fija High Yield (EUR) <sup>(11)</sup>	1,8%	4,2%	-11,1%	12,8%	9,1%	4,9%	-0,1%	6,3%	7,7%	3,1%	4,0%
R. Fija Emergente Global (USD) <sup>(12)</sup>	6,5%	-1,7%	-15,3%	9,1%	6,6%	11,1%	0,3%	12,1%	8,1%	2,1%	3,7%
R. Fija Emergente Latam (USD) <sup>(13)</sup>	4,5%	-2,5%	-13,2%	11,1%	10,5%	13,2%	1,0%	15,9%	11,1%	4,5%	4,8%
MSCI World (USD)	15,9%	21,8%	-18,1%	23,8%	18,7%	21,1%	1,4%	30,6%	18,7%	10,6%	12,4%
S&P 500 (USD)	18,4%	28,7%	-18,1%	26,3%	25,0%	17,9%	-0,1%	28,7%	20,2%	12,2%	14,6%
MSCI Europe (EUR)	5,4%	16,3%	-15,1%	19,9%	1,8%	35,4%	4,4%	33,5%	15,1%	9,8%	9,3%
MSCI Emerging Markets (USD)	18,3%	-2,5%	-20,1%	9,8%	7,5%	33,6%	10,7%	51,1%	18,7%	5,7%	9,0%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	22,4%	-2,9%	-17,5%	7,4%	10,2%	29,6%	10,1%	48,9%	17,4%	5,5%	9,5%
MSCI Latin America (USD)	-13,8%	-8,1%	8,9%	32,7%	-26,4%	54,8%	23,6%	76,9%	19,8%	14,2%	9,1%

(1) Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; 2) Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; 3) Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Un; 4) Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD; 5) Bloomberg Barclays US Intermediate Treasury TR Index Value Unhedged U; 6) Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Value Unhedged USD; 7) Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Total Return Value Unhedged USD; 8) Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return Index Value Unhedged EUR; 9) Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR; 10) Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EU; 11) Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate High Yield TR Index Value Unhedged; 12) Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Value Unhedged; 13) Bloomberg Barclays Emerging Markets Latam Total Return Value Unhedged USD.

## Renta Variable

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 12 de abril de 2026

		Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada			
			12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2024	2025	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años
EEUU	S&P 500	6.817		2.097		6.939	23,3%	16,4%	-0,4%	27,1%	18,5%	10,6%	12,7%
	DOW JONES INDUS.	47.917		17.787		48.978	12,9%	13,0%	-0,3%	19,2%	12,5%	7,3%	10,5%
	NASDAQ	22.903		4.843		23.725	28,6%	20,4%	-1,5%	36,9%	24,3%	10,6%	16,7%
Europa	Stoxx 50	615		320		634	6,0%	16,7%	3,8%	26,3%	10,0%	7,2%	6,3%
	Zona Euro (EuroStoxx)	5.926		2.787		6.138	8,3%	18,3%	2,3%	23,8%	11,0%	8,4%	7,3%
	España (IBEX 35)	18.204		6.452		18.361	14,8%	49,3%	5,2%	48,2%	25,2%	16,4%	7,9%
	Francia (CAC 40)	8.260		4.237		8.581	-2,2%	10,4%	1,4%	16,3%	3,7%	6,0%	6,6%
	Alemania (DAX)	23.804		9.680		25.284	18,8%	23,0%	-2,8%	16,8%	14,9%	9,4%	9,3%
	Reino Unido (FTSE 100)	10.601		5.577		10.911	5,7%	21,5%	6,7%	33,1%	10,6%	9,0%	5,4%
	Italia (MIB)	47.609		16.198		47.214	12,6%	31,5%	5,9%	39,9%	19,9%	14,3%	10,6%
	Portugal (PSI 20)	9.458		3.945		9.417	-0,3%	29,6%	14,5%	45,1%	15,4%	13,6%	6,8%
	Suiza (SMI)	13.183		7.828		14.014	4,2%	14,4%	-0,6%	17,3%	5,5%	3,3%	5,4%
LatAm	México (MEXBOL)	70.023		34.555		71.406	-13,7%	29,9%	8,9%	36,0%	8,8%	8,1%	4,5%
	Brasil (IBOVESPA)	197.324		48.472		197.324	-10,4%	34,0%	22,5%	54,5%	22,7%	10,7%	14,3%
	Argentina (MERVAL)	2.998.770		12.682		3.199.554	172,5%	20,4%	-1,7%	33,3%	124,0%	128,5%	72,7%
	Chile (IPSA)	11.077		3.487		11.420	8,3%	56,2%	5,7%	49,1%	27,4%	17,5%	10,9%
Asia	Japón (NIKKEI)	56.924		15.576		58.850	19,2%	26,2%	13,1%	69,5%	26,6%	14,0%	13,6%
	Hong-Kong (HANG SENG)	25.894		14.687		32.887	17,7%	27,8%	1,0%	23,8%	8,4%	-1,9%	2,4%
	Corea (KOSPI)	5.859		1.755		6.244	-9,6%	75,6%	39,0%	140,8%	31,9%	13,3%	11,5%
	India (Sensex)	77.550		26.626		85.707	8,2%	9,1%	-9,0%	3,2%	8,7%	10,1%	11,9%
	China (CSI)	4.637		3.011		5.352	14,7%	17,7%	0,1%	23,6%	4,2%	-1,3%	3,7%
Mundo	MSCI WORLD	4.474		1.653		4.557	17,0%	19,5%	1,0%	28,9%	17,0%	9,0%	10,5%

## Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 12 de abril de 2026

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años		Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				Ratios			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2024	2025	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield	
	MSCI World	14.399		4.535		14.630	18,7%	21,1%	1,4%	30,6%	18,7%	10,6%	12,4%	22,27	1,66
Estilo	MSCI World High Dividend Yield	3.400		1.498		3.551	8,0%	18,6%	6,1%	25,2%	12,9%	8,7%	8,7%	16,00	3,18
	MSCI World Momentum	6.023		1.587		6.023	30,2%	21,3%	6,1%	34,9%	22,6%	10,7%	14,6%	17,13	1,55
	MSCI World Quality	5.858		1.575		6.030	18,4%	16,5%	1,5%	26,0%	18,9%	11,1%	14,0%	21,85	1,39
	MSCI World Minimum Volatility	5.650		2.788		5.930	10,9%	10,5%	0,6%	5,8%	8,4%	5,8%	7,2%	20,21	2,16
	MSCI World Value	17.480		6.967		17.888	11,5%	20,8%	5,3%	28,9%	15,6%	10,1%	9,8%	15,44	2,48
	MSCI World Small Cap	909		353		931	8,2%	19,9%	7,2%	41,2%	15,7%	6,2%	10,1%	16,71	2,04
	MSCI World Growth	13.951		3.639		14.539	25,9%	21,1%	-2,7%	31,3%	21,3%	10,6%	14,5%	24,66	0,74
Sector	Energía	693		164		732	2,7%	-11,8%	29,5%	55,8%	15,1%	21,4%	9,6%	17,14	2,87
	Materiales	809		276		842	-5,5%	-20,5%	15,7%	45,6%	13,9%	8,6%	11,6%	17,01	2,02
	Industriales	849		264		882	13,1%	-20,0%	10,3%	39,8%	21,8%	12,0%	12,5%	23,48	1,53
	Consumo Discrecional	664		230		710	21,5%	-7,7%	-5,8%	17,6%	13,9%	4,0%	10,9%	21,76	1,16
	Consumo Básico	541		287		585	5,7%	-8,0%	5,5%	8,0%	5,8%	5,3%	5,9%	19,87	2,73
	Salud	571		248		614	1,1%	-12,9%	-3,3%	12,6%	4,6%	5,3%	8,3%	17,61	1,92
	Financiero	429		132		439	26,7%	-22,3%	-2,0%	26,8%	23,0%	12,8%	12,4%	13,12	2,69
	Tecnología	1.156		162		1.247	32,8%	-19,0%	-2,6%	40,9%	27,6%	15,4%	21,5%	21,91	0,59
	Inmobiliario	2.287		1.389		2.450	2,1%	-3,3%	8,4%	16,2%	7,4%	3,1%	4,4%	30,72	3,73
	Servicios de comunicación	329		113		346	33,8%	-24,3%	-0,6%	40,6%	29,1%	10,5%	10,6%	19,45	0,99
	Servicios Públicos	497		192		499	13,0%	-19,8%	12,8%	33,2%	15,4%	10,3%	9,4%	18,08	3,04

## Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 12 de abril de 2026

	Rating (S&P)	Tipo de interés			Variación 12 meses	10 años			Variación en pb		Pendiente en pb 10-2 años
		B. Central*	2 años	10 años		Rango últimos 10 años			Mes	Año	
						Mínimo	Rango	Máximo			
<b>Desarrollados</b>											
EEUU	AA+	3,75%	3,80%	4,32%		0,53%		4,93%	-25	16	0,52
Alemania	AAA	2,00%	2,60%	3,06%		-0,70%		3,06%	69	61	0,46
Francia	A+	2,00%	2,77%	3,71%		-0,40%		3,72%	51	54	0,94
Italia	BBB+	2,00%	2,81%	3,84%		0,54%		4,78%	32	28	1,04
España	A+	2,00%	2,72%	3,52%		0,05%		3,93%	46	40	0,80
Reino Unido	AA	3,75%	4,26%	4,84%		0,10%		4,92%	27	39	0,57
Grecia	BBB	2,00%	2,78%	3,81%		0,61%		8,29%	58	51	1,03
Portugal	A+	2,00%	2,67%	3,46%		0,03%		4,19%	61	46	0,79
Suiza	AAA	0,00%	0,10%	0,41%		-1,05%		1,58%	14	14	0,31
Japón	A+	0,75%	1,41%	2,44%		-0,27%		2,47%	134	112	1,03
<b>Emergentes</b>											
Brasil	BB	14,75%	13,45%	13,65%		6,49%		15,26%	-151	-42	0,20
México	BBB	6,75%	7,60%	9,02%		5,55%		10,44%	-141	-33	1,43
Chile	A	4,50%	4,56%	5,45%		2,19%		6,79%	-28	-26	0,89
Argentina	CCC+	29,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	BB	11,25%	13,59%	12,74%		5,39%		13,79%	88	40	-0,84
Turquía	BB-	37,00%	36,65%	29,67%		8,89%		32,35%	248	-268	-6,98
Polonia	A-	3,75%	4,16%	5,51%		1,16%		8,37%	-38	30	1,35
China	A+	1,40%	1,31%	1,81%		1,63%		3,91%	14	18	0,49
India	BBB	5,25%	6,08%	6,93%		5,84%		8,02%	17	57	0,85

\* Tipo de intervención, salvo en los países de la Zona Euro, donde se emplea la facilidad marginal de depósito.

## Divisas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 12 de abril de 2026

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años		
EUR/USD	1,1723		0,98		1,24	-0,2%	3,2%	2,2%	-0,3%	0,3%		
EUR/GBP	0,87		0,77		0,92	0,1%	0,3%	-0,4%	0,1%	0,9%		
EUR/CHF	0,92		0,91		1,20	0,7%	0,1%	2,1%	3,5%	1,6%		
EUR/JPY	187		114		187	1,5%	-12,7%	-7,8%	-6,9%	-4,0%		
EUR/PLN	4,25		4,15		4,86	-0,9%	0,8%	3,0%	1,3%	0,1%		
GBP/USD	1,35		1,12		1,45	-0,1%	2,9%	2,5%	-0,4%	-0,6%		
USD/CHF	0,79		0,77		1,02	0,5%	3,3%	4,3%	3,2%	1,9%		
USD/JPY	159		101		161	-1,6%	-9,9%	-5,8%	-7,2%	-3,8%		
USD/MXN	17,30		16,56		24,17	4,1%	17,5%	1,5%	3,1%	0,1%		
USD/ARS	1.371,18		13,99		1.451,62	5,9%	-21,6%	-46,1%	-41,7%	-36,6%		
USD/CLP	896		594		995	0,5%	8,4%	-3,6%	-4,5%	-2,8%		
USD/BRL	5,01		3,11		6,18	9,4%	17,2%	-0,6%	2,8%	-3,5%		
USD/COP	3.634		2.795		4.940	4,0%	17,7%	7,0%	0,1%	-1,8%		
USD/CNY	6,83		6,28		7,32	2,3%	6,8%	0,2%	-0,8%	-0,5%		
EUR/SEK	10,87		9,28		11,88	-0,5%	2,1%	1,5%	-1,2%	-1,7%		
EUR/NOK	11,17		8,88		11,97	6,0%	8,4%	0,9%	-2,0%	-1,8%		

## Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2024	2025	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	95,2		23		123	-3,1%	-18,5%	56,5%	47,0%	2,9%	8,5%	8,0%
Petróleo (W. Texas)	96,6		19		115	0,1%	-19,9%	68,2%	57,0%	5,1%	10,1%	8,6%
Oro	4.749,8		1.148		5.279	27,2%	64,6%	10,0%	46,7%	33,1%	22,3%	14,2%
Cobre	12.845,5		4.617		13.344	2,4%	41,7%	3,4%	40,3%	12,9%	7,7%	10,4%
Índice CRB	369,3		117		375	12,5%	0,7%	23,6%	27,2%	10,2%	14,7%	7,7%
Gas Natural (USA)	2,6		2		5	3,2%	-6,9%	-18,0%	-27,3%	-10,9%	1,3%	-3,5%
Gas Natural (Europa)	43,6		4		240	51,1%	-42,4%	55,0%	30,4%	0,6%	17,3%	14,5%

# "Tabla periódica" de rentabilidades de activos\*

Activo	Índice de referencia	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 YTD	
RV EE. UU.	S&p 500 TR	37,3% RV Emergente	1,9% Liquidez USD	31,5% RV EE. UU.	18,4% RV EE. UU.	38,5% Materias Primas	22,0% Materias Primas	28,3% RV Japón	25,0% RV EE. UU.	55,3% RV España	24,8% Materias Primas	+
RV Japón	TOPIX TR	22,4% RV Mundial	-0,4% Gobiernos Global	28,2% RV Europa	18,3% RV Emergente	28,7% RV EE. UU.	1,7% Liquidez USD	28,0% RV España	20,5% RV Japón	33,6% RV Emergente	10,8% RV Japón	
RV España	IBEX35TR	22,2% RV Japón	-3,2% IG Europa	27,7% RV Mundial	15,9% RV Mundial	23,3% RV Europa	-2,0% RV España	26,3% RV EE. UU.	20,0% RV España	25,5% RV Japón	10,7% RV Emergente	
RV Emergentes	MSCI EM TR	21,8% RV EE. UU.	-4,1% HY Global	19,6% Global 60:40	14,1% Global 60:40	21,8% RV Mundial	-2,5% RV Japón	23,8% RV Mundial	18,7% RV Mundial	21,2% RV Europa	6,3% RV España	
RV Europa	Eurostoxx 50 TR	16,6% Global 60:40	-4,4% RV EE. UU.	18,4% RV Emergente	10,0% IG Europa	12,7% RV Japón	-9,5% RV Europa	22,2% RV Europa	18,4% Materias Primas	21,1% RV Mundial	2,8% RV Europa	
Materias Primas	CRB TR	11,3% RV España	-5,3% Global 60:40	18,1% RV Japón	9,5% Gobiernos Global	10,8% Global 60:40	-12,7% HY Global	16,7% Global 60:40	11,0% RV Europa	17,9% RV EE. UU.	1,4% RV Mundial	
RV Mundial	MSCI World TR	10,4% HY Global	-8,7% RV Mundial	16,6% RV España	7,4% RV Japón	10,8% RV España	-17,0% IG Europa	13,4% HY Global	10,5% Global 60:40	16,1% Global 60:40	1,0% Liquidez USD	
IG Global	IGDRTRUU Index	9,2% RV Europa	-10,7% Materias Primas	12,6% HY Global	7,0% HY Global	1,0% HY Global	-17,0% Global 60:40	9,8% RV Emergente	9,2% HY Global	12,1% HY Global	0,8% Global 60:40	
Liquidez USD	BXIIBUSO Index	8,9% IG Europa	-11,5% RV España	11,8% Materias Primas	-0,4% Liquidez USD	-0,1% Liquidez USD	-17,5% Gobiernos Global	9,2% IG Europa	7,5% RV Emergente	6,8% Gobiernos Global	0,7% HY Global	
HY Global	LG30TRUU Index	7,3% Gobiernos Global	-12,0% RV Europa	10,7% IG Europa	-3,2% RV Europa	-2,5% RV Emergente	-18,1% RV EE. UU.	5,2% Liquidez USD	5,4% Liquidez USD	5,0% Materias Primas	-0,1% RV EE. UU.	
Global 60:40	BMADM64 Index	1,7% Materias Primas	-14,6% RV Emergente	5,6% Gobiernos Global	-9,3% Materias Primas	-3,2% IG Europa	-18,1% RV Mundial	4,2% Gobiernos Global	0,7% IG Europa	4,4% Liquidez USD	-0,3% IG Europa	
Gobiernos Global	LGTTRTRUU Index	1,0% Liquidez USD	-16,0% RV Japón	2,2% Liquidez USD	-12,7% RV España	-6,6% Gobiernos Global	-20,1% RV Emergente	0,0% Materias Primas	-3,6% Gobiernos Global	2,8% IG Europa	-0,3% Gobiernos Global	

Rentabilidad

\*Datos a 12 de abril de 2026.

Índices de rentabilidad total, incorporan cambios en los precios de las acciones, pagos de dividendos y otros tipos de remuneración a los accionistas. El índice refleja así el efecto que estos pagos tienen en una cartera que sigue el índice.

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

# Investment Strategy Global Team

## Santander Private Banking



**Kamran Butt**

Global Co-CIO at Santander Private Banking



**Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA**

Global Co-CIO at Santander Private Banking



**Cristina González Iregui**

Global Investment Strategy at Santander Private Banking



**Josep Prats Marin-Lozano**

Global Investment Strategy at Santander Private Banking



**Julio Zapata**

Head of Investment Strategy and AI Investment Applications. Santander Private Banking International



**Michelle Chan**

CIO at Santander Private Banking International



**María del Pilar Pulecio Pinzón**

Fixed Income Strategist at Santander Private Banking International



**Mary Park Durham**

Equity Strategist at Santander Private Banking International



**Miriam Thaler**

CIO | Head of Products & Investments  
at Banco Santander International SA



**Alfonso García Yubero, CIIA, CESGA®, CEFA**

ED Director de Estrategia de Inversión Santander Private Banking España



**Felipe Arrizubieta**

VP Análisis y Estrategia Santander Private Banking España



**Kevin Esteban Iglesias**

Research & Business Intelligence Analyst Santander Private Banking España



**Joseba Hidalgo Vilela**

Research & Business Intelligence Analyst Santander Private Banking España



**Bruno Almeida**

Oferta de Poupança e Investimento at Banco Santander Portugal



**Gustavo Schwartzmann**

MD of Discretionary Portfolio Management at Santander Private Banking Brazil



**Christiano Clemente**

CIO at Santander Private Banking Brazil



**Priscila Deliberalli**

Head of Economics at Santander Private Banking Brazil



**Fernando Buendía**

Head of Products & Investments UHNW at Banco Santander México



**Matías Señor Zapata**

Santander Private Banking Chile



**Antonio Uriel**

Santander Private Banking Argentina

## Aviso legal importante

### General

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 Sharia, 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 Sharia. Si es necesario, usted debe buscar asesoramiento independiente de un tercero cualificado sobre el cumplimiento de la Sharia 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](mailto:info-DIFC@pbs-santander.com)

