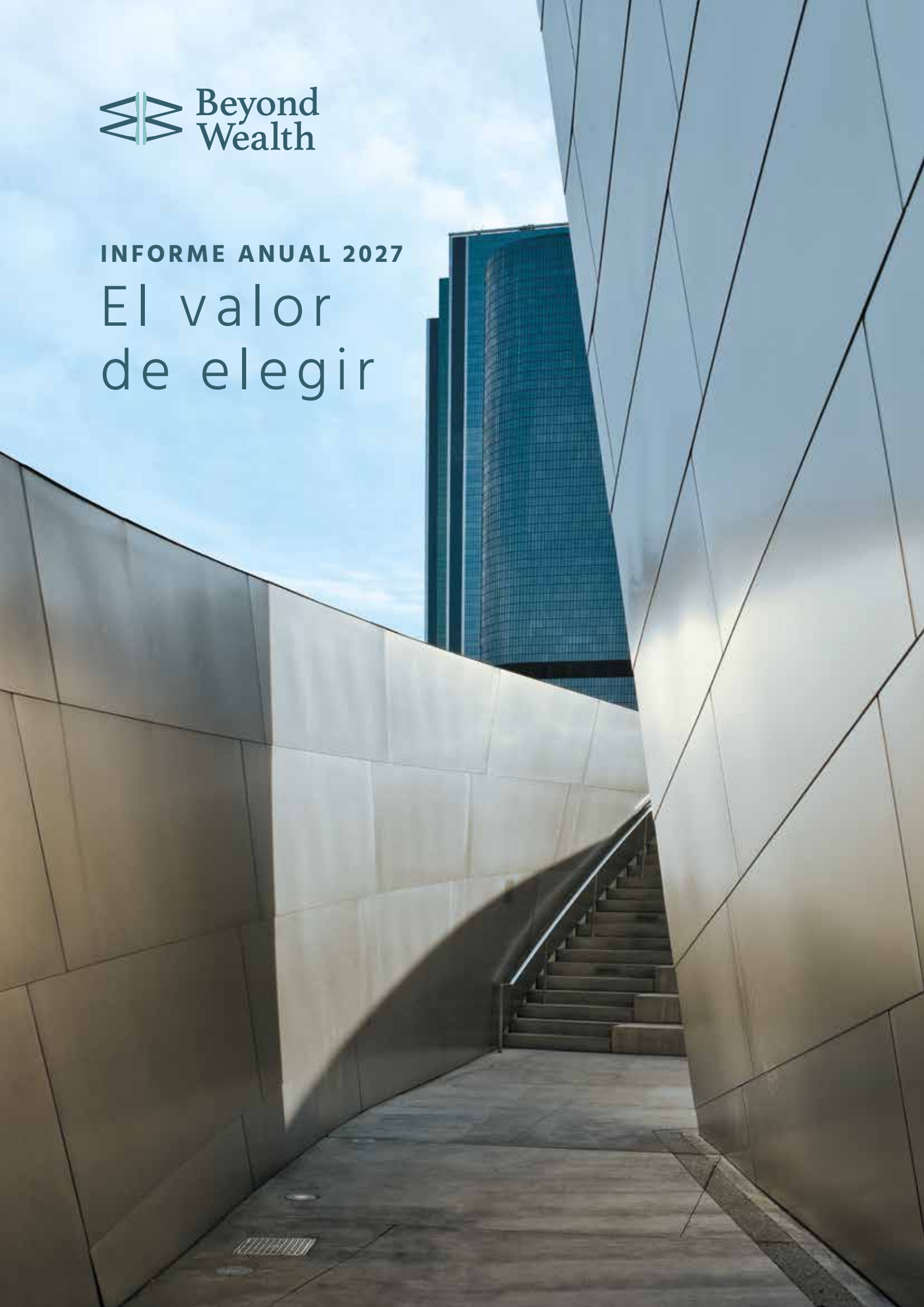
Beyond Wealth

INFORME ANUAL 2027

El valor de elegir



ÍNDICE

CARTA DEL CIO 4

1. **APERTURA EJECUTIVA** 5
   - 1.1. El capital ya tiene precio. Ahora tiene que demostrar su valor 6
   - 1.2. El capital debe cumplir una función 7
   - 1.3. El escenario central es constructivo, pero no incondicional 8
   - 1.4. La convicción solo vale si sabemos cuándo revisarla 9

2. **EL MUNDO QUE VIENE** 11
   - 2.1. El crecimiento continúa, pero ofrece menos margen para equivocarse 12
   - 2.2. Más prioridades y menos margen fiscal obligan a elegir 13
   - 2.3. La inflación global converge, pero los ciclos monetarios divergen 14
   - 2.4. La resiliencia del consumidor es cada vez más desigual 15
   - 2.5. La inversión vuelve allí donde la capacidad se ha convertido en una restricción 16
   - 2.6. La financiación decide quién captura el retorno y quién asume el riesgo 17

3. **CRECIMIENTO Y CAPITAL** 19
   - 3.1. El capital impulsa el crecimiento. La productividad decide cuánto perdura 21
   - 3.2. Estados Unidos ha construido capacidad. Ahora debe demostrar su productividad 22
   - 3.3. Europa tiene el capital. El reto es movilizarlo y ganar escala 23
   - 3.4. Latinoamérica tiene recursos. El reto es convertirlos en capacidad productiva 24
   - 3.5. Asia ha acumulado capital. El reto es utilizarlo mejor 25
   - 3.6. Cuando el trabajo crece menos, la productividad tiene que hacer más 26
   - 3.7. Menos trabajadores exigen más capacidad por trabajador 27

4. **TECNOLOGÍA Y PRODUCTIVIDAD** 29
   - 4.1. La IA ya mueve capital. Ahora debe demostrar productividad y retorno 30
   - 4.2. Cada nuevo GW necesita construir su propia economía 31
   - 4.3. La inteligencia se abarata. La pregunta es cuánto crecerá su consumo 32
   - 4.4. La IA empieza a ejecutar. La productividad entra en la economía real 33
   - 4.5. La inteligencia se expande. La ventaja competitiva se desplaza 34
   - 4.6. Una gran tecnología no garantiza una inversión rentable 35

5. **ILIQUIDEZ Y RETORNO** 37
   - 5.1. El retorno privado no ha desaparecido. Ahora hay que construir una mayor parte de él 38
   - 5.2. El valor puede seguir creciendo, pero tarda más en volver al inversor 39
   - 5.3. Los mercados privados no atraviesan un único ciclo 40
   - 5.4. La iliquidez debe comprar una ventaja 41
   - 5.5. Elegir al gestor importa. Perseguir al ganador anterior no basta 42
   - 5.6. La mejor añada no se predice. El programa se construye para atravesar el ciclo 43

6. **DE LA VISIÓN A LA ASIGNACIÓN** 45
   - 6.1. El precio condiciona cuánto retorno puede quedar 46
   - 6.2. El banco central no controla toda la curva 47
   - 6.3. La rentabilidad ha vuelto, pero no por la prima de riesgo 48
   - 6.4. El beneficio crea valor. El precio determina el retorno 49
   - 6.5. Los beneficios decidirán dónde puede ampliarse el liderazgo 50
   - 6.6. La convicción identifica la oportunidad. La asimetría determina la posición 51

7. **DEL MERCADO AL PATRIMONIO** 53
   - 7.1. Una buena cartera empieza fuera de la cartera 54
   - 7.2. El tiempo puede ser una ventaja competitiva del patrimonio 55
   - 7.3. Preservar el capital no basta. El patrimonio tiene que crecer 56
   - 7.4. Superar el umbral exige crecimiento. Mantenerlo exige diversificación 57
   - 7.5. Muchos activos pueden esconder el mismo riesgo 58
   - 7.6. La asignación estratégica no empieza en los mercados. Empieza en la familia 59

8. **CONCLUSIONES** 61

BIBLIOGRAFÍA EDITORIAL Y REGISTRO DE FUENTES 65

GLOSARIO 67

CARTA DEL CIO
EL VALOR DE ELEGIR

Los grandes patrimonios no se construyen acertando siempre. Se construyen conservando opciones cuando el mundo cambia. Opciones para invertir, esperar, asumir riesgo o preservar capital. En 2027, esa capacidad adquiere un valor especial.

Nuestro escenario central contempla que el crecimiento mundial continúe en 2027 y que la tecnología continúe impulsando la productividad. La inteligencia artificial empieza a desplazarse desde la construcción de infraestructura hacia la monetización y la economía real. Los mercados privados ofrecen oportunidades en un entorno más selectivo y la renta fija vuelve a remunerar al inversor. Hay razones para mantener una visión constructiva.

Pero también hay menos margen para equivocarse. Los Estados necesitan más capital, la inflación es menos predecible, financiar la inversión resulta más exigente y algunas valoraciones incorporan expectativas extraordinarias. El reto ya no consiste simplemente en identificar dónde puede crecer el mundo, sino en distinguir quién capturará ese crecimiento y cuánto estamos dispuestos a pagar por él.

Nuestra respuesta no es asumir menos riesgo. Es exigir más de cada riesgo que elegimos. Queremos crecimiento que se convierta en beneficios, productividad que se traduzca en caja y capital que vuelva a ser remunerado. Y cuando renunciamos a liquidez, queremos saber exactamente por qué y qué recibimos a cambio. Cuantas más alternativas ofrece el mercado, mayor debe ser nuestra disciplina para elegir.

Invertir bien no consiste en acertar siempre. Consiste en construir un patrimonio capaz de crecer cuando tenemos razón, resistir cuando no la tenemos y conservar la libertad de actuar cuando el mundo cambia.

Ese es, para nosotros, el verdadero valor de elegir.

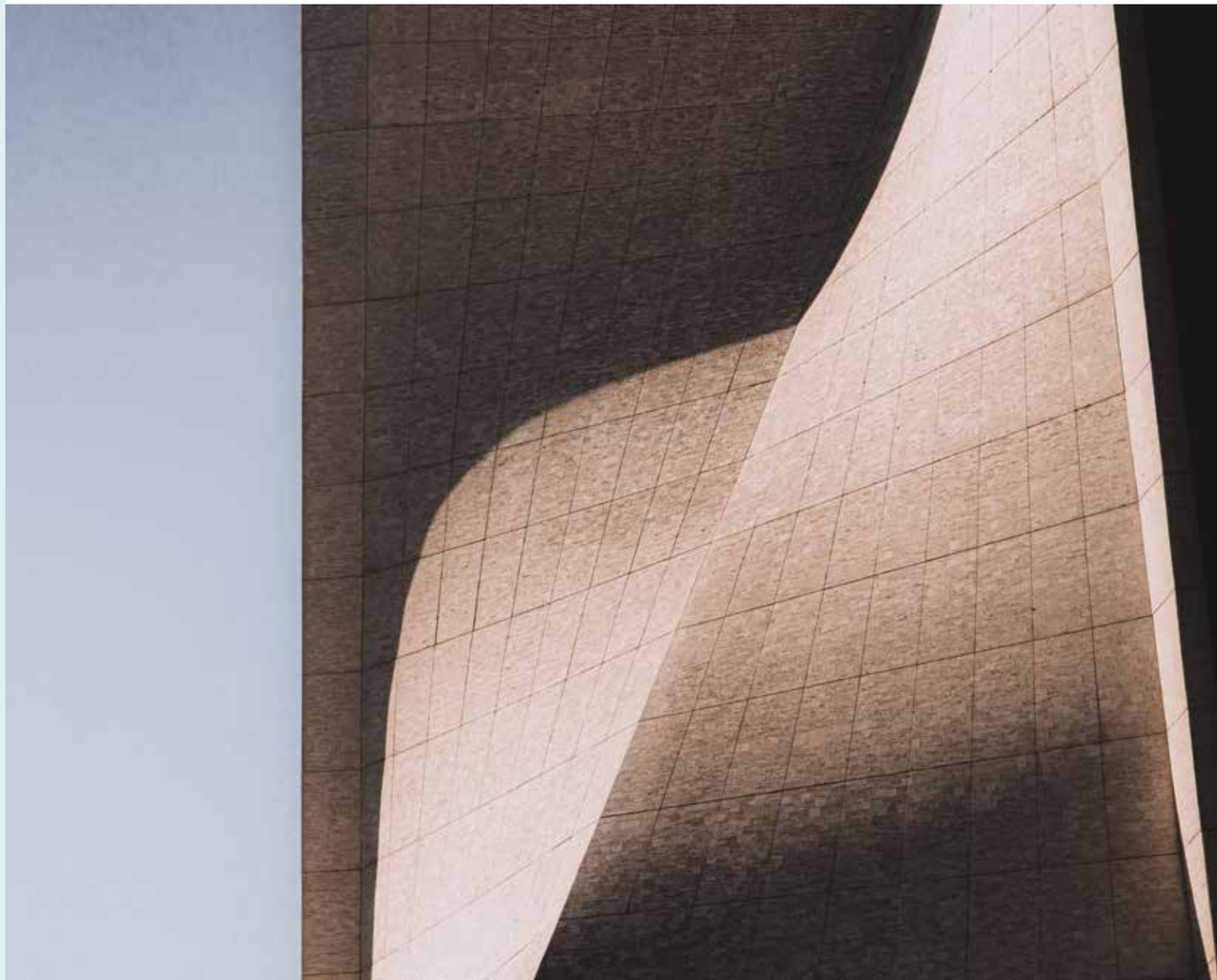


Nicolás Pérez de la Blanca Burgos
Global Chief Investment Officer



Carmen Gutiérrez Smith
Global Head of Beyond Wealth

1.
APERTURA EJECUTIVA



1.1. EL CAPITAL YA TIENE PRECIO. AHORA TIENE QUE DEMOSTRAR SU VALOR

El año 2026 reforzó la tesis de que el capital tiene precio, pero también mostró que el nuevo régimen es más complejo que una normalización de los tipos de interés. La economía y los beneficios empresariales resistieron frente a la inflación y las tensiones geopolíticas, mientras unos déficits elevados reducían el margen de respuesta de los gobiernos. El capital seguía disponible, pero importaban cada vez más su destino, su estructura y el precio pagado por asumir riesgo.

Ese es el punto de partida de 2027. Nuestro escenario central sigue siendo de crecimiento, apoyado por beneficios resistentes y una nueva ola de inversión en inteligencia artificial, energía, infraestructuras, defensa y capacidad industrial. Pero ese crecimiento convive con más deuda, menor margen fiscal y monetario y un coste de financiación superior al de la década anterior. Hay más capital en movimiento, pero menos margen para que una mala asignación quede oculta detrás de financiación barata o liquidez abundante.

Por eso, en 2027 el precio del capital es solo el punto de partida. Ya no basta con identificar dónde se invierte, cuánto crecen los beneficios o qué activos atraen los flujos. La pregunta decisiva es qué consigue realmente ese capital: qué capacidad construye, qué productividad genera y qué retorno ofrece frente al riesgo asumido. En 2026 confirmamos que el capital volvía a tener un precio. En 2027 tendremos que elegir dónde puede crear verdadero valor.

CINCO CONVICCIONES PARA 2027

01. CAPITAL
El capital ya no es gratuito. Tiene que justificar dónde se despliega.

IMPLICACIÓN
¿El retorno esperado remunera el capital necesario para financiarlo?

02. PRODUCTIVIDAD
Invertir más no garantiza crecer mejor.

IMPLICACIÓN
Priorizar capital productivo y evitar capacidad sin utilización.

03. IA
La inversión es real. El retorno todavía tiene que demostrarse.

IMPLICACIÓN
Escasez defendible, capacidad de fijación de precios, flujos de caja y rentabilidad sobre inversión.

04. LIQUIDEZ
La iliquidez debe volver a pagarse.

IMPLICACIÓN
Maximizar el valor de cada unidad de iliquidez que el patrimonio soporta.

05. PATRIMONIO
La rentabilidad importa. La capacidad de permanecer invertido, también.

IMPLICACIÓN
Riesgo, horizonte y liquidez deben encajar en el conjunto del patrimonio.

Fuentes: Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

1.2. EL CAPITAL DEBE CUMPLIR UNA FUNCIÓN

¿Qué queremos que haga el capital en 2027?

01	02	03	04
COBRAR	**CRECER**	**CAPTURAR ESCASEZ**	**PRESERVAR OPCIONALIDAD**
RENTABILIDAD CORRIENTE	**CRECIMIENTO REAL**	**CAPACIDAD DIFÍCIL DE REPLICAR**	**CAPACIDAD DE ACTUAR**
Cobrar mientras esperamos, sin necesitar una fuerte revalorización para obtener retorno.	Participar en beneficios, productividad y creación de valor a largo plazo.	Acceder a capacidad, activos o contratos cuya oferta no puede ampliarse rápidamente.	Proteger, rebalancear y mantener capacidad de decisión cuando cambia el escenario.
GRADO DE INVERSIÓN	**RENTA VARIABLE EE. UU.** Calidad + Innovación	**ENERGÍA Y REDES**	**ORO**
DURACIÓN INTERMEDIA	**RENTA VARIABLE EUROPEA** Valoración + Beneficios	**INFRAESTRUCTURA**	**LIQUIDEZ**
CRÉDITO PRIVADO Deuda senior + Respaldada por activos	**RENTA VARIABLE EMERGENTE** Crecimiento + Precio	**INMOBILIARIO** Selectivo	**DIVERSIFICACIÓN ECONÓMICA**
	IA Productividad + Captura		
	CAPITAL PRIVADO Secundarios		
TIPOS CUPÓN CALIDAD	BENEFICIOS PRODUCTIVIDAD VALORACIÓN	UTILIZACIÓN CONTRATOS PRECIO	PROTECCIÓN REBALANCEO FLEXIBILIDAD
PRIORIZAMOS	**PARTICIPAMOS CON DISCIPLINA**	**PRIORIZAMOS CUANDO EL PRECIO COMPENSA**	**MANTENEMOS ESTRATÉGICAMENTE**

La cartera no se construye acumulando activos, sino combinando funciones.

Fuentes: Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

1.3. EL ESCENARIO CENTRAL ES CONSTRUCTIVO, PERO NO INCONDICIONAL

Nuestro escenario central para 2027 sigue siendo constructivo, pero no complaciente. Esperamos que la economía global continúe creciendo, apoyada por un mercado laboral todavía resistente, el consumo y un nuevo ciclo de inversión, mientras los beneficios empresariales mantienen una evolución positiva. La inflación debería seguir moderándose, aunque permanecerá expuesta a shocks de oferta, energía y comercio, y los tipos probablemente se mantendrán por encima del régimen de la década anterior.

Este escenario permite mantener exposición al crecimiento, pero exige mayor selectividad. Las valoraciones ofrecen menos margen en algunos mercados, la financiación continúa siendo relevante y el capital desplegado deberá traducirse en productividad, caja y retorno. Crecimiento económico, inversión y rentabilidad para el inversor no tienen por qué avanzar al mismo ritmo.

Nuestra posición cambiará si cambia la combinación que sostiene este escenario. No reaccionamos al movimiento del mercado, sino a la evidencia que sustenta nuestra tesis. Crecimiento, productividad, beneficios, inflación y tipos largos, y condiciones de financiación serán las variables que determinarán cuándo aumentar riesgo, cuándo reducirlo y dónde hacerlo.

Cuatro caminos desde el escenario central

PRODUCTIVIDAD ACELERA
Más crecimiento sin más inflación

QUÉ PASA
▲ Productividad ▲ Beneficios ▲ Flujo de caja ▲ ROIC

QUÉ SIGNIFICA
El crecimiento, la productividad y los beneficios se amplían

QUÉ HACEMOS
▲ Renta variable, industriales, crédito, crecimiento selectivo.
▼ Liquidez defensiva.

SHOCK FISCAL / TIPOS
El coste de capital vuelve a subir

QUÉ PASA
▲ Déficit ▲ Emisión ▲ Inflación persistente ▲ Prima de plazo

QUÉ SIGNIFICA
El mercado exige más remuneración para financiar apalancamiento.

QUÉ HACEMOS
▲ Duración corta/media, crédito de Grado de Inversión, oro y liquidez.
▼ Duración larga y débil crédito de Alto Rendimiento.

ESCENARIO CENTRAL
CRECIMIENTO + INVERSIÓN + BENEFICIOS
Crecimiento resistente • Inversión elevada • Beneficios positivos • Inflación moderándose, pero sensible a shocks • Tipos largos elevados

DECEPCIÓN EN IA
El capital crece más rápido que el retorno

QUÉ PASA
▲ Inversión ▼ Utilización ▼ Flujo de caja ▼ ROIC

QUÉ SIGNIFICA
La capacidad construida no encuentra suficiente retorno económico.

QUÉ HACEMOS
▼ Capacidad replicable, modelos intensivos en capital.
▲ Activos con oferta limitada, contratos, fijación de precios, liquidez.

DESACELERACIÓN
El crecimiento deja de sostener beneficios y crédito

QUÉ PASA
▼ PMI ▼ Empleo ▼ Consumo ▼ Beneficios ▲ Diferenciales

QUÉ SIGNIFICA
El escenario central deja de ser crecimiento resistente.

QUÉ HACEMOS
▲ Deuda soberana, calidad, liquidez, duración (si hay desinflación).
▼ Alto Rendimiento, cíclicos, refinanciación débil.

LAS CINCO VARIABLES QUE PUEDEN CAMBIAR NUESTRA TESIS

01 CRECIMIENTO
- Empleo
- Consumo
- Inversión
- Demanda

02 PRODUCTIVIDAD
- Utilización de capacidad
- Producción por hora
- Eficiencia

03 BENEFICIOS
- Revisiones
- Márgenes
- Caja

04 INFLACIÓN
- Inflación
- Emisión
- Fiscalidad
- Prima de plazo

05 LIQUIDEZ / FINANCIACIÓN
- Refinanciación
- Diferenciales
- Llamadas de capital
- Liquidez

Fuentes: Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026. No son previsiones con probabilidades asignadas. Las respuestas de cartera son orientativas y están sujetas a valoración, liquidez y circunstancias del inversor.

1.4. LA CONVICCIÓN SOLO VALE SI SABEMOS CUÁNDO REVISARLA

Una visión de inversión solo es útil si conocemos de antemano qué evidencia podría obligarnos a revisarla. Los escenarios describen qué podría ocurrir; los indicadores nos permiten reconocer si el entorno está empezando realmente a cambiar.

Para 2027 concentramos esa vigilancia en cinco variables: crecimiento, productividad, beneficios, inflación y condiciones de financiación. No buscamos reaccionar a cada dato, sino identificar cambios suficientemente persistentes como para cuestionar las relaciones que sostienen nuestro escenario central.

La disciplina consiste en distinguir volatilidad de cambio fundamental. Mientras crecimiento, productividad y beneficios mantengan la expansión y la inflación y la financiación sigan siendo compatibles con ella, conservaremos nuestra posición. Si esa combinación cambia, cambiará también la asignación.

¿Cómo sabremos si seguimos teniendo razón?

	▲ QUÉ NECESITAMOS VER	▼ QUÉ NOS HARÍA REVISAR	▷ QUÉ HARÍAMOS
Núcleo económico			
01 CRECIMIENTO	Empleo, consumo e inversión compatibles con una expansión moderada	Deterioro simultáneo de empleo, demanda y beneficios	**Menos riesgo cíclico; más calidad, deuda soberana y liquidez**
02 PRODUCTIVIDAD	Mayor utilización de capacidad y producción por hora	Inversión y capacidad crecientes sin mejora posterior de utilización o productividad	**Reducir capacidad sin utilización; priorizar caja y retornos visibles**
03 BENEFICIOS	Revisiones positivas, márgenes resistentes y caja	Revisiones a la baja y presión sobre márgenes	**Más calidad y mayor exigencia de valoración**
Condicionantes del capital			
04 INFLACIÓN Y TIPOS LARGOS	Inflación moderándose y emisión absorbida con orden	Reaceleración, deterioro fiscal o mayor prima de plazo	**Reducir duración; priorizar rentabilidad corriente y activos reales**
05 LIQUIDEZ Y FINANCIACIÓN	Refinanciación accesible, diferenciales contenidos y liquidez suficiente	Deterioro de financiación o necesidades de capital superiores a la liquidez disponible	**Elevar liquidez; ajustar ritmo de compromisos privados**

No necesitamos acertar exactamente el futuro.
Necesitamos reconocer pronto cuándo está cambiando.

Fuentes: Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

"

El escenario central sigue siendo constructivo, pero el capital vuelve a exigir disciplina. El retorno dependerá de asumir riesgo donde esté suficientemente remunerado, asignar cada inversión a una función concreta y conservar la flexibilidad necesaria para cambiar cuando cambie la evidencia.

2.
EL MUNDO QUE VIENE

"El crecimiento continúa. Lo que cambia es cuánto cuesta equivocarse."



2.1. EL CRECIMIENTO CONTINÚA, PERO OFRECE MENOS MARGEN PARA EQUIVOCARSE

La economía mundial llega a 2027 con mayor capacidad de resistencia de la que parecía probable tras varios años de inflación, endurecimiento monetario y tensiones geopolíticas. El empleo y el consumo han sostenido la actividad, mientras la inversión responde a nuevas necesidades de capacidad productiva, energética, tecnológica y de defensa. Empresas y economías han demostrado, además, una notable capacidad para adaptarse a cadenas de suministro más complejas y un coste del capital superior.

Pero resiliencia no significa ausencia de vulnerabilidades. La deuda y el servicio de intereses han aumentado, la inflación se ha moderado sin desaparecer como restricción y el coste de financiación permanece claramente por encima del régimen de dinero barato de la década anterior. El crecimiento continúa, pero dispone de menos amortiguadores fiscales, monetarios y financieros frente a un nuevo shock.

Nuestro escenario central sigue siendo de crecimiento, no de recesión. La diferencia es que, con menor capacidad de respuesta, el coste potencial del error aumenta. Pequeñas diferencias en financiación, ejecución o exposición a un shock pueden producir resultados mucho más distintos entre economías, sectores y compañías.

La consecuencia puede ser una mayor dispersión. En 2027, la evolución agregada de la economía puede importar menos que quién puede sostener el crecimiento cuando las condiciones dejan menos margen para equivocarse.

Crecimiento resistente • Menos capacidad para absorber shocks

EL CRECIMIENTO CONTINÚA

3,4%

PIB global 2027 e

EMPLEO
Sostiene renta y demanda

CONSUMO
Mantiene la actividad doméstica

INVERSIÓN
Añade demanda y nueva capacidad

ADAPTACIÓN EMPRESARIAL
Absorbe cambios de costes, oferta, demanda y financiación

01 ESPACIO FISCAL

≈95%

Deuda pública global sobre PIB global 2026 e

Hacia ≈100% en 2029

Más deuda y más intereses reducen la libertad para responder al siguiente shock.

FISCAL

02 LIBERTAD MONETARIA

4,1%

Inflación global 2027 e

Frente a 8,7% en el máximo de 2022

Ha mejorado mucho, pero se mantiene por encima de lo deseado.

MONETARIA

03 CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

6%

Rentabilidad del crédito corporativo de Grado de Inversión en USD

Frente a ≈2,1% en oct. 2021

El coste de financiación se ha más que doblado en cinco años.

FINANCIERA

Fuentes: FMI, FMI Fiscal Monitor (octubre 2026) y Bloomberg. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.
e = estimación

LECTURA PARA 2027

El entorno de crecimiento sigue siendo favorable para los activos de riesgo, pero ofrece menos protección frente al error. Priorizamos calidad, generación de caja y liquidez, evitando inversiones dependientes de financiación barata, expansión de múltiplos o un único escenario macroeconómico.

2.2. MÁS PRIORIDADES Y MENOS MARGEN FISCAL OBLIGAN A ELEGIR

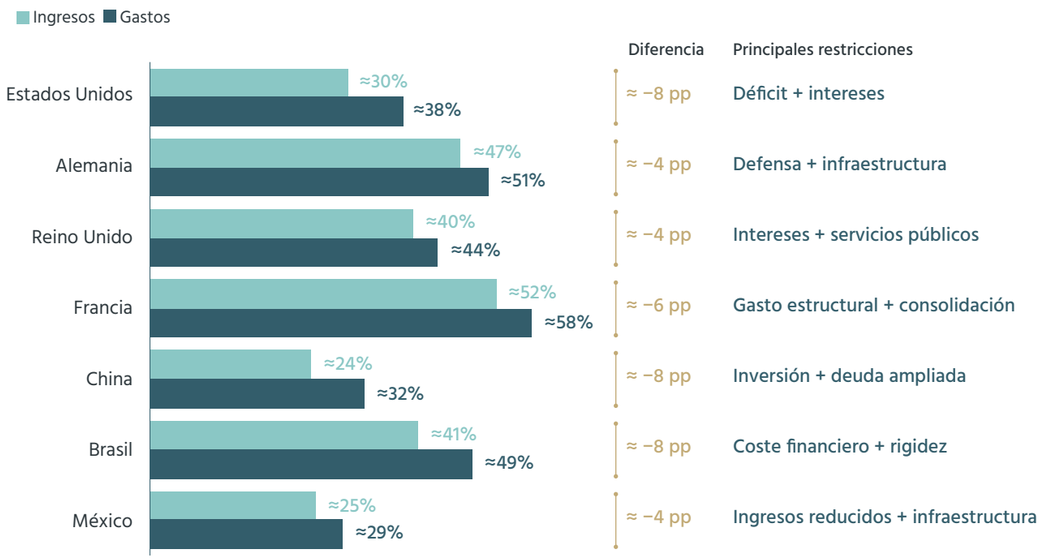
Los gobiernos llegan a 2027 con más prioridades de gasto, pero con menor capacidad para atenderlas simultáneamente. Defensa, energía, infraestructuras, tecnología y envejecimiento se añaden a compromisos presupuestarios ya existentes, en un momento en que la deuda es más elevada y el servicio de intereses absorbe una parte creciente de los recursos públicos. Las nuevas prioridades no sustituyen al gasto anterior: compiten con él.

El margen fiscal, sin embargo, no depende únicamente del tamaño del déficit. El crecimiento nominal, el coste y vencimiento de la deuda, la moneda de financiación y la credibilidad institucional condicionan cuánto puede gastar cada gobierno sin tensionar sus condiciones financieras. Déficits similares pueden implicar grados de flexibilidad muy diferentes.

La cuestión central en 2027 no será simplemente cuánto gastan los gobiernos, sino qué capacidad deja ese gasto detrás. La inversión que amplíe la capacidad energética, tecnológica, industrial o logística puede elevar la productividad y el crecimiento futuro. Un déficit persistente que no genere capacidad adicional puede, en cambio, elevar las necesidades de emisión, presionar los tipos de largo plazo y reducir todavía más el margen disponible ante el siguiente shock.

Ingresos y gastos públicos

Gobierno general. % del PIB 2026 e



LAS NUEVAS PRIORIDADES SE AÑADEN SOBRE ESTOS PRESUPUESTOS

DEFENSA · ENERGÍA · INFRAESTRUCTURA · DIGITALIZACIÓN · ENVEJECIMIENTO

Fuentes: FMI, Fiscal Monitor Database, octubre de 2026. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.
Nota: ingresos y gastos del gobierno general, previsiones para 2026, en porcentaje del PIB. Las cifras están redondeadas y la diferencia representa ingresos menos gastos. En China, el perímetro convencional del gobierno general no recoge necesariamente toda la actividad fiscal y cuasifiscal.

LECTURA PARA 2027

La política fiscal apoyará la actividad, pero ampliará la dispersión. Priorizamos economías con marcos fiscales creíbles y gasto productivo, incorporando el riesgo fiscal a las decisiones de duración, crédito, divisas y geografía.

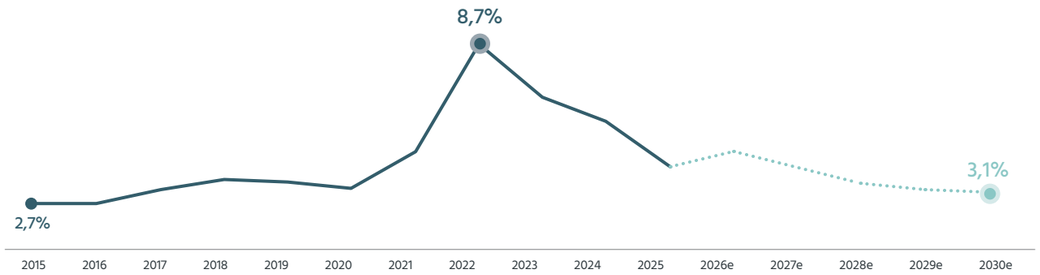
2.3. LA INFLACIÓN GLOBAL CONVERGE, PERO LOS CICLOS MONETARIOS DIVERGEN

La inflación global seguirá moderándose en 2027, pero la convergencia de las tasas generales no implica que todas las economías afronten las mismas presiones. La demanda interna, los salarios, la política fiscal y las restricciones de oferta determinarán la persistencia de la inflación y el margen de actuación de cada banco central.

Esta distinción será especialmente relevante cuando la inflación proceda de la oferta. La política monetaria puede reducir la demanda, pero no elimina las restricciones de capacidad que originan determinadas presiones sobre los precios. Cuando el problema está en la oferta, reducir la inflación mediante tipos puede exigir un mayor coste en actividad sin resolver directamente su causa.

Por ello, aunque la dirección general parece apuntar hacia tipos más bajos, el ritmo de los recortes y el punto de llegada serán diferentes. La política monetaria dejará de actuar como un impulso global sincronizado y responderá cada vez más a los fundamentos de cada economía. La convergencia de la inflación puede convivir, por tanto, con una mayor divergencia de tipos.

Inflación mundial, media anual 2015–2030
Línea continua = realizado; discontinua = estimación 2026-2030



Implicaciones en política monetaria

ESTADOS UNIDOS
Demanda + Inflación
LECTURA BW:
MENOR URGENCIA PARA RELAJAR
Estimación tipos final de 2027 (vs. nov. 26)
4,75% (+75 pb)

EUROZONA
Crecimiento + energía
LECTURA BW:
MAYOR MARGEN, CONDICIONADO POR INFLACIÓN
Estimación tipos final de 2027 (vs. nov. 26)
3,25% (+75 pb)

JAPÓN
Salarios + inflación
LECTURA BW:
NORMALIZACIÓN
Estimación tipos final de 2027 (vs. nov. 26)
2,0% (+75 pb)

BRASIL
Demanda débil
LECTURA BW:
CICLO ECONÓMICO Y DIVISA
Estimación tipos final de 2027 (vs. nov. 26)
12,0% (-150 pb)

Fuentes: FMI y Bloomberg (estimaciones consenso de analistas). Elaboración Beyond Wealth. Noviembre 2026.

LECTURA PARA 2027

La relajación monetaria será menos sincronizada. Priorizamos mercados donde la desinflación permita reducir tipos sin deteriorar los fundamentos, utilizando duración, curvas y divisas para capturar la divergencia.

2.4. LA RESILIENCIA DEL CONSUMIDOR ES CADA VEZ MÁS DESIGUAL

El consumo continúa siendo uno de los principales soportes del crecimiento, pero su resiliencia descansa sobre factores muy diferentes entre economías. Empleo, salarios, patrimonio, vivienda, ahorro y coste de la energía determinan cuánto pueden seguir gastando los hogares y qué capacidad tienen para absorber un deterioro del entorno.

Estas diferencias importan porque un mismo shock no afecta igual a todos los consumidores. En Estados Unidos, la elevada exposición de los hogares a los mercados financieros amplifica el efecto riqueza; en China, el ajuste inmobiliario mantiene elevado el ahorro preventivo; y en Europa, el consumo depende en mayor medida de la evolución del empleo, la renta real y los precios energéticos.

Para 2027, nuestro escenario sigue siendo compatible con un consumo resistente, pero más desigual. La renta seguirá siendo fundamental, pero la composición de los balances, la confianza y el acceso al crédito determinarán cada vez más qué hogares pueden sostener la demanda cuando el entorno se debilita.

ESTADOS UNIDOS
FACTOR RELEVANTE
EFECTO RIQUEZA

QUÉ SOSTIENE EL CONSUMO
- Empleo todavía resistente
- Patrimonio financiero
- Gasto de hogares con mayor renta

QUÉ LO HACE VULNERABLE
- Corrección de bolsa / vivienda
- Concentración del gasto
- Crédito en hogares con menor colchón

EVIDENCIA
71%
del crecimiento de los activos financieros norteamericanos durante la última década procedió de ganancias de valoración

INDICADORES QUE VIGILAMOS
EMPLEO • BOLSA • VIVIENDA

CHINA
FACTOR RELEVANTE
AHORRO PREVENTIVO

QUÉ SOSTIENE EL CONSUMO
- Elevado ahorro de los hogares
- Consumo de servicios
- Programas de estímulo al consumo

QUÉ LO HACE VULNERABLE
- Caída del valor de la vivienda
- Menor confianza
- Crecimiento débil de ingresos

EVIDENCIA
−17,2%
de inversión inmobiliaria en 2025, tras una caída del 10,6% en 2024.

INDICADORES QUE VIGILAMOS
VIVIENDA • CONFIANZA • INGRESOS

EUROPA
FACTOR RELEVANTE
RENTA REAL

QUÉ SOSTIENE EL CONSUMO
- Empleo resistente
- Recuperación salarial real
- Ahorro acumulado

QUÉ LO HACE VULNERABLE
- Nuevo shock energético
- Coste de vivienda y alquileres
- Confianza reducida

EVIDENCIA
1,0%
de crecimiento previsto del consumo privado de la zona euro tanto en 2026 como en 2027.

INDICADORES QUE VIGILAMOS
SALARIOS REALES • ENERGÍA • DESEMPLEO

Fuentes: Allianz Global Wealth Report 2026; Asian Development Bank, Asian Development Outlook, abril de 2026; Oficina Nacional de Estadística de China, datos de inversión inmobiliaria de 2025; Banco Central Europeo, proyecciones macroeconómicas, septiembre de 2026; elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

La resiliencia del consumo será desigual. Priorizamos exposiciones donde empleo, renta y balances permitan sostener la demanda, y somos más exigentes cuando el consumo depende de la apreciación de activos, del crédito o de una recuperación inmobiliaria.

2.5. LA INVERSIÓN VUELVE ALLÍ DONDE LA CAPACIDAD SE HA CONVERTIDO EN UNA RESTRICCIÓN

El nuevo ciclo de inversión no responde a un único motor. La expansión de la inteligencia artificial coincide con mayores necesidades de generación eléctrica y redes, aumento del gasto en defensa, políticas de reindustrialización y renovación de infraestructuras físicas. El denominador común es la necesidad de ampliar capacidad después de años en los que la globalización, la eficiencia financiera y la abundancia de capital favorecieron una utilización más intensiva de los activos existentes.

Sin embargo, anunciar inversión no equivale a crear capacidad productiva. La disponibilidad de energía, los permisos, las cadenas de suministro, la mano de obra cualificada y la capacidad de ejecución determinarán qué proyectos llegan a operar, con qué coste y en qué plazo. La magnitud del capital desplegado será solo una parte de la historia: importarán también su velocidad de puesta en marcha y la capacidad efectiva que consiga crear.

Para 2027, la inversión seguirá apoyando la actividad mientras se despliega, pero la principal diferencia estará entre los proyectos capaces de aliviar restricciones reales de capacidad y aquellos que encuentren nuevos cuellos de botella durante su ejecución. Centros de datos, redes, fábricas e infraestructuras competirán cada vez más por energía, equipamiento, permisos, financiación y talento.

¿Dónde se está construyendo nueva capacidad?

01
IA + CAPACIDAD DIGITAL
- Chips y memoria
- Centros de datos
- Fibra y conectividad

CAPACIDAD DIGITAL

INVERSIÓN 2027 e

≈$1,3 billones

Inversión de hiperescaladores

CUELLO DE BOTELLA
- **Energía**
- **Chips y memoria**
- **Conexión a red**
- **Refrigeración**

02
ENERGÍA + REDES
- Generación
- Transmisión
- Almacenamiento

CAPACIDAD ENERGÉTICA

INVERSIÓN 2026 e

$3,4 billones

Inversión energética mundial

CUELLO DE BOTELLA
- **Permisos**
- **Red**
- **Transformadores**
- **Equipamiento**

03
DEFENSA
- Producción
- Inventarios
- Tecnología y ciberseguridad

CAPACIDAD ESTRATÉGICA

INVERSIÓN DEFENSA 2026 e

€163.000 M

Estados miembros UE

CUELLO DE BOTELLA
- **Escala industrial**
- **Proveedores**
- **Personal especializado**

04
REINDUSTRIALIZACIÓN
- Fábricas
- Automatización
- Logística

CAPACIDAD INDUSTRIAL

SEPTIEMBRE DE 2026 (ANUALIZADO)

$218.600 M

Construcción manufacturera EE. UU.

CUELLO DE BOTELLA
- **Talento**
- **Costes de construcción**
- **Infraestructura**

05
ACTIVOS FÍSICOS
- Vivienda
- Transporte
- Agua e infraestructura

CAPACIDAD FÍSICA

NECESIDAD ANUAL INVERSIÓN

€242.000 M

Eficiencia energética de edificios de la UE (2021-30)

CUELLO DE BOTELLA
- **Financiación**
- **Permisos**
- **Oferta de vivienda**

LA PRUEBA PARA 2027

INVERSIÓN → EJECUCIÓN → PUESTA EN MARCHA → UTILIZACIÓN → CAPACIDAD EFECTIVA

Fuentes: S&P Ratings, hyperscaler capex forecast, agosto de 2026; Agencia Internacional de la Energía, World Energy Investment 2026; Consejo de la Unión Europea y Agencia Europea de Defensa, 2026; U.S. Census Bureau, Construction Spending, septiembre de 2026; Comisión Europea, Financing Building Renovations, 2026. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

El nuevo ciclo de inversión favorece activos que alivian restricciones reales de capacidad. Priorizamos demanda visible, activos difíciles de replicar y capacidad de ejecución, evitando proyectos expuestos a costes y retrasos crecientes.

2.6. LA FINANCIACIÓN DECIDE QUIÉN CAPTURA EL RETORNO Y QUIÉN ASUME EL RIESGO

La magnitud del nuevo ciclo de inversión supera la capacidad de una única fuente de financiación. Estados, bancos, mercados cotizados y capital privado deberán participar en la construcción de infraestructura digital, energética, industrial y física. Cada canal aporta ventajas diferentes, pero también impone sus propias restricciones de coste, plazo, liquidez, apalancamiento y capacidad de absorción de pérdidas.

La combinación será importante porque cada fuente de capital distribuye de forma distinta el plazo, la liquidez y el riesgo. Algunas pueden financiar proyectos estratégicos o asumir horizontes largos; otras aportan escala, disciplina crediticia o estructuras más flexibles. La elección determinará no solo qué proyectos pueden financiarse, sino también quién absorbe las pérdidas cuando las expectativas no se cumplen.

Por tanto, una necesidad económica atractiva no garantiza por sí sola una buena inversión. Un activo de calidad puede generar un resultado insuficiente si se adquiere a un precio excesivo, se financia con demasiado apalancamiento o depende de una refinanciación favorable. En el próximo ciclo, la estructura de capital será tan importante como el activo financiado.

Un activo, cuatro fuentes de capital

NUEVA CAPACIDAD PRODUCTIVA
TECNOLOGÍA • ENERGÍA • DEFENSA • INDUSTRIA • INFRAESTRUCTURA

↓

NECESITA CAPITAL

← La estructura elegida determina quién asume el plazo, la liquidez y el riesgo. →

ESTADO

QUÉ APORTA
- Coordinación
- Escala
- Capacidad para impulsar proyectos

QUÉ RIESGOS CONSERVA
- **Presión fiscal**
- **Cambios políticos**
- **Riesgo de ejecución**

Puede asumir proyectos estratégicos y horizontes largos, pero traslada parte del coste al balance público.

BANCOS

QUÉ APORTAN
- Conocimiento del activo
- Seguimiento del prestatario
- Disciplina crediticia

QUÉ RIESGOS CONSERVAN
- **Límites regulatorios**
- **Concentración**
- **Riesgo de refinanciación**

Aportan disciplina y conocimiento del crédito, pero están condicionados por capital, liquidez y calidad del prestatario.

MERCADOS LÍQUIDOS

QUÉ APORTAN
- Capacidad de financiación a escala
- Diversificación
- Liquidez

QUÉ RIESGOS TRANSMITEN
- **Volatilidad**
- **Dependencia del mercado**
- **Refinanciación**

Permiten movilizar grandes volúmenes de capital, pero exponen la financiación a valoración, liquidez y condiciones de mercado.

CAPITAL PRIVADO

QUÉ APORTA
- Estructuras flexibles
- Horizontes largos
- Financiación compleja

QUÉ RIESGOS CONSERVA
- **Iliquidez**
- **Frecuencia de valoración**
- **Dispersión entre gestores**

Puede adaptar plazo y estructura al activo, pero exige mayor selección y una remuneración suficiente por la iliquidez.

LA ESTRUCTURA CORRECTA DEPENDE DE CUATRO PREGUNTAS

1. **PLAZO** ¿Coincide la financiación con la vida económica del activo?
2. **PRECIO** ¿El retorno esperado compensa el coste del capital?
3. **RIESGO** ¿Quién absorbe la pérdida si el escenario cambia?
4. **FLEXIBILIDAD** ¿Puede la estructura adaptarse, refinanciarse o permitir una salida?

Fuentes: Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

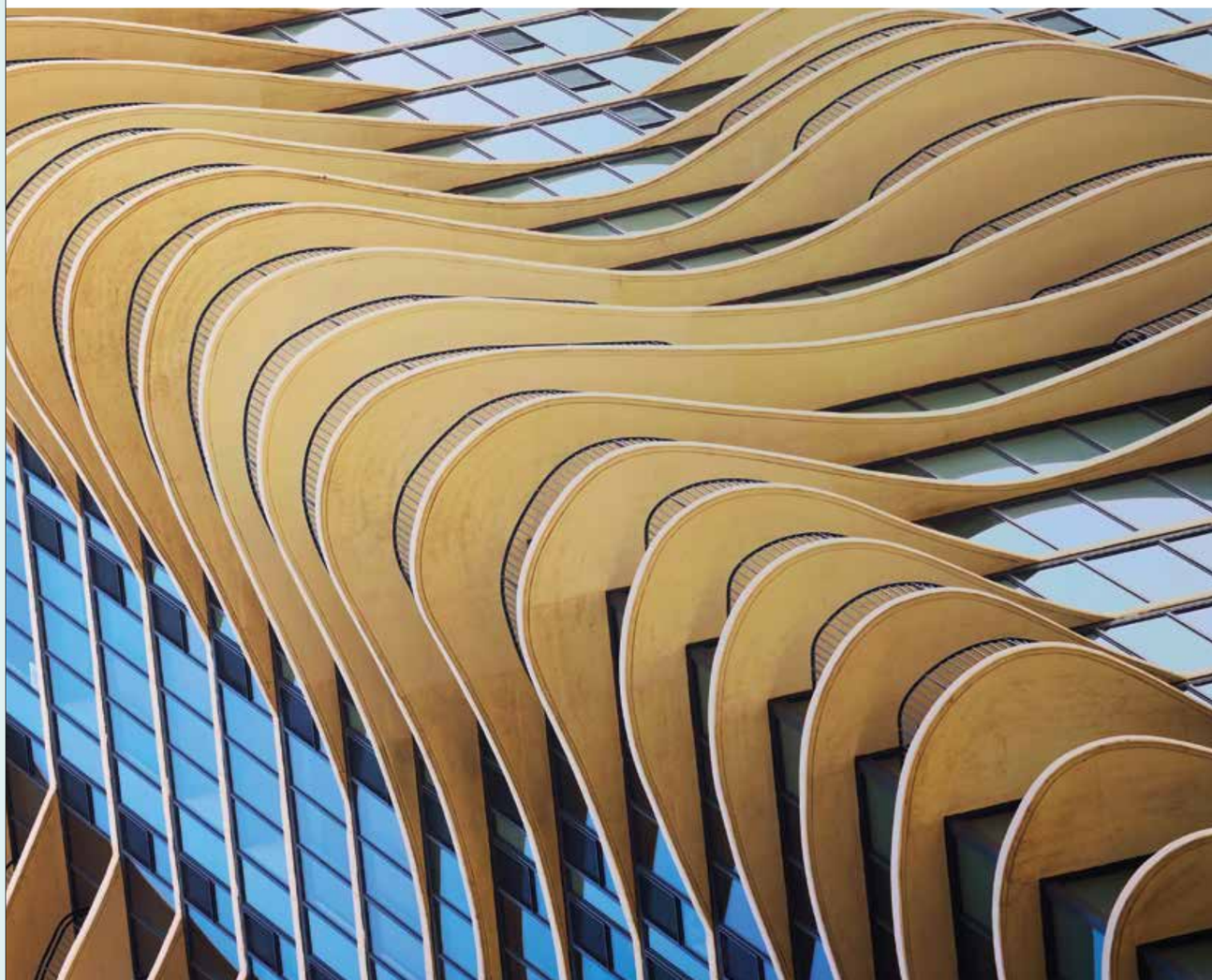
La necesidad de capital generará oportunidades, pero exige selección. Priorizamos estructuras con apalancamiento sostenible, vencimientos alineados con la caja y remuneración adecuada por iliquidez, riesgo y complejidad.

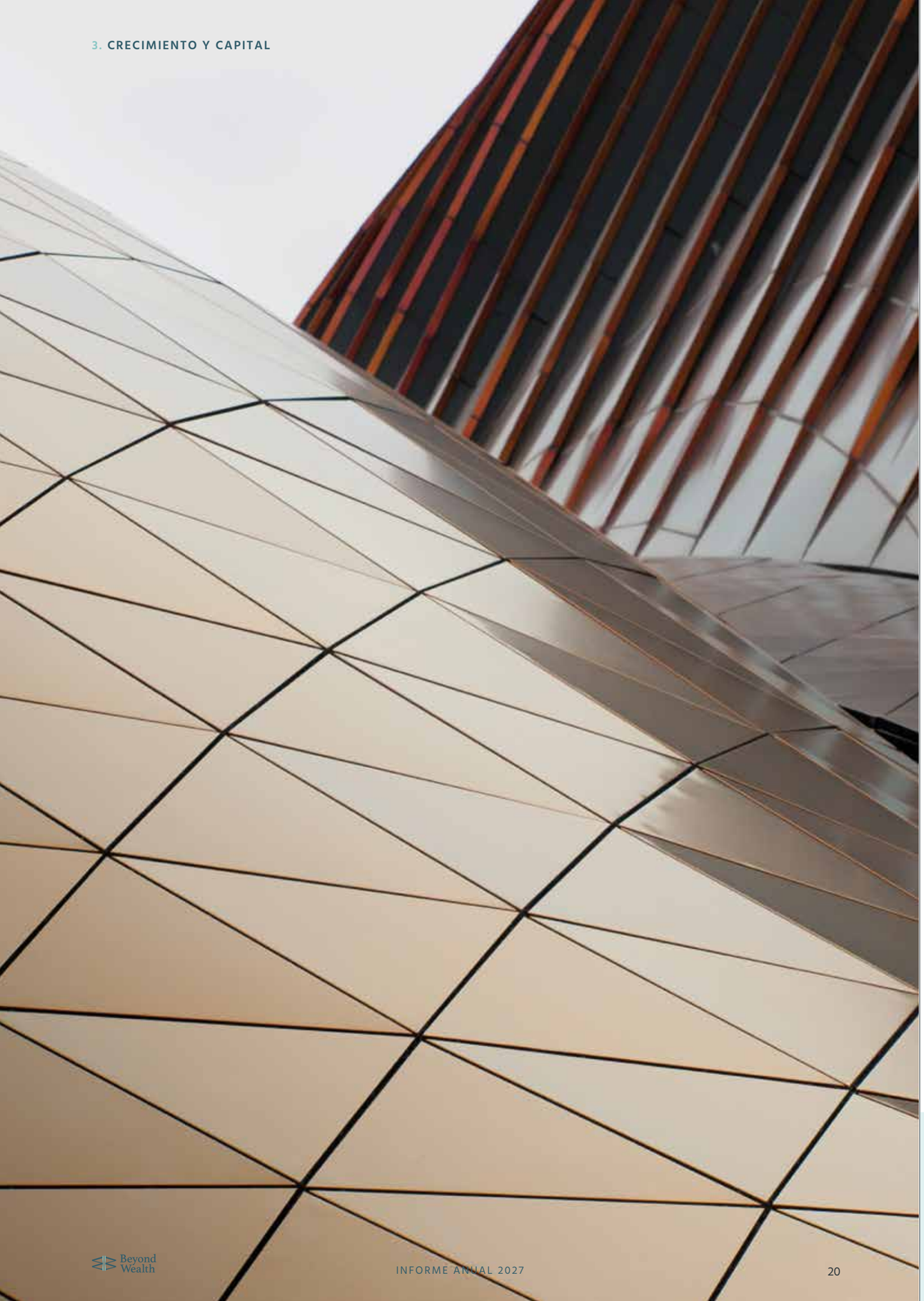
"

El crecimiento continúa, pero exige más inversión en un mundo con menos amortiguadores. El retorno puede depender de seleccionar no solo qué capacidad se construye, sino también a qué precio, con qué financiación y quién conserva el riesgo si el escenario se desvía.

3. CRECIMIENTO Y CAPITAL

"El capital puede impulsar el crecimiento.
La productividad determina cuánto puede sostenerlo."





3.1. EL CAPITAL IMPULSA EL CRECIMIENTO. LA PRODUCTIVIDAD DECIDE CUÁNTO PERDURA

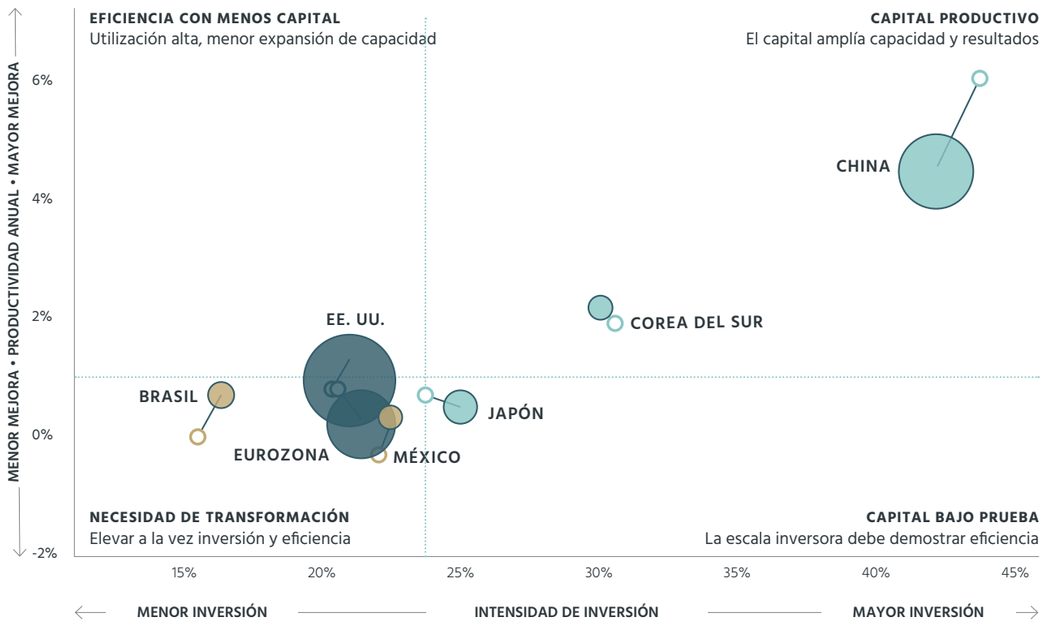
El crecimiento mundial se está volviendo más intensivo en capital. Tecnología, energía, automatización, infraestructuras y nueva capacidad industrial requieren niveles elevados de inversión. Ese despliegue sostiene la actividad mientras se ejecuta, pero invertir más no garantiza por sí solo una mejora duradera del potencial de crecimiento.

La diferencia aparece cuando el capital entra en funcionamiento. Una nueva fábrica, una red eléctrica o una infraestructura digital crean capacidad; solo su utilización eficiente permite transformar esa capacidad en mayor producción por trabajador.

Por eso, economías con niveles similares de inversión pueden obtener resultados muy distintos en productividad.

En 2027 importará menos cuánto capital se despliega que qué consigue hacer ese capital una vez invertido. La prueba será distinguir entre inversión que amplía capacidad y productividad e inversión que simplemente aumenta el capital necesario para generar el mismo resultado.

Inversión y productividad: diferencias entre economías



EL RETO DE CADA ECONOMÍA: CONVERTIR CAPITAL EN PRODUCTIVIDAD

EE. UU.	EUROPA	CHINA	JAPÓN	BRASIL	MÉXICO	COREA DEL SUR
DIFUSIÓN	MOVILIZACIÓN	UTILIZACIÓN	EFICIENCIA	FINANCIACIÓN	CAPACIDAD	TECNOLOGÍA

Fuentes: FMI, World Economic Outlook (oct. 2026): inversión y PIB nominal 2026; OCDE Productivity Statistics y The Conference Board, Total Economy Database: productividad (PIB real por persona empleada, misma métrica para todas). Valores del gráfico: medias 2015–19 y 2022–25. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

Invertir más no basta. Priorizamos economías capaces de convertir capital en capacidad utilizada y productividad, distinguiendo entre inversión que amplía el crecimiento potencial y capital que simplemente aumenta la capacidad instalada.

3.2. EE. UU. HA CONSTRUIDO CAPACIDAD. AHORA DEBE DEMOSTRAR SU PRODUCTIVIDAD

Estados Unidos afronta el nuevo ciclo desde una posición diferencial: concentra innovación, capital, talento, capacidad computacional y mercados financieros capaces de financiar inversiones a gran escala. La inversión en inteligencia artificial, centros de datos e infraestructura energética ya contribuye al crecimiento y está construyendo la capacidad necesaria para la siguiente fase de adopción tecnológica.

Pero invertir más no equivale todavía a producir mejor. La verdadera prueba comenzará cuando la inteligencia artificial se extienda desde quienes construyen la infraestructura hacia los sectores que concentran la mayor parte del empleo y del valor añadido: servicios financieros, industria, salud, comercio, logística y servicios profesionales.

Ese proceso requiere tiempo. Las empresas necesitan rediseñar procesos, integrar datos y adaptar sus modelos operativos antes de capturar mejoras significativas. A medida que avance el ciclo, importará menos cuánto crece la inversión y más hasta qué punto la tecnología se difunde y eleva la productividad del conjunto de la economía.

En 2027, esa ampliación será la señal decisiva. Si la tecnología permite producir más con los mismos recursos, Estados Unidos podrá sostener un crecimiento potencial superior. Si la inversión continúa creciendo más rápido que su utilización, aumentará el riesgo de que la capacidad se adelante a la demanda y los retornos comiencen a deteriorarse.

QUÉ NECESITAMOS VER

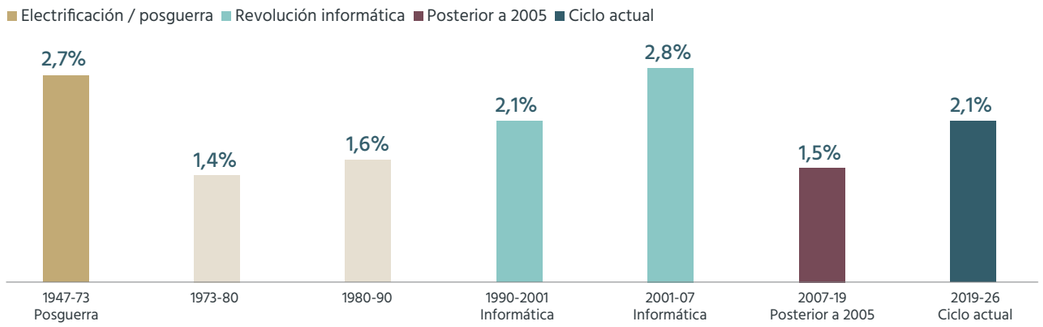
DIFUSIÓN
La adopción debe extenderse más allá de los grandes proveedores de infraestructura y alcanzar al conjunto del tejido empresarial.

EFICIENCIA OPERATIVA
Las mejoras operativas deben reflejarse en mayores ingresos, márgenes más sólidos o menores costes estructurales.

PRODUCTIVIDAD
La tecnología debe traducirse en mayor producción por hora trabajada y no limitarse a sustituir herramientas o incrementar el gasto tecnológico.

RETORNO DE CAPITAL
El crecimiento de la inversión debe ser compatible con generación de caja y retornos superiores al coste del capital.

Productividad laboral de EE. UU.
Sector no agrícola. % anual medio por ciclo



Fuentes: U.S. Bureau of Labor Statistics, Labor Productivity and Costs; Federal Reserve Economic Data; elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

EE. UU. conserva una de las mayores capacidades para financiar inversión a escala. Priorizamos compañías capaces de convertir adopción tecnológica en productividad, beneficios y caja, más allá de los proveedores directos de infraestructura.

3.3. EUROPA TIENE EL CAPITAL. EL RETO ES MOVILIZARLO Y GANAR ESCALA

Europa entra en 2027 con algo que le ha faltado durante buena parte de la última década: urgencia para invertir. Defensa, seguridad energética, inteligencia artificial, redes eléctricas e infraestructura han pasado de prioridades estratégicas a necesidades de capital. La región dispone de recursos para financiarlas —ahorro, capital humano, capacidad industrial y empresas competitivas—, pero su principal restricción sigue siendo movilizarlos hacia inversión productiva y empresas capaces de ganar escala.

La respuesta ya ha comenzado. Alemania está utilizando su mayor capacidad fiscal para elevar la inversión en defensa e infraestructura, mientras Europa avanza en la Unión de Ahorros e Inversiones para canalizar más ahorro hacia empresas y proyectos domésticos. Pero persisten mercados de capitales menos profundos, menor disponibilidad de capital de crecimiento y diferencias regulatorias que dificultan alcanzar escala.

Europa, además, avanzará a distintas velocidades. Alemania tiene margen para transformar expansión fiscal en capacidad productiva; Francia afronta una posición fiscal más exigente; y España llega con mayor dinamismo económico, pero necesita traducirlo en productividad y renta por habitante. La oportunidad europea dependerá menos de cuánto se anuncie que de cuánto pueda ejecutarse.

En 2027, esa será la prueba. Europa ha identificado dónde necesita invertir y comienza a movilizar los recursos. El desafío ya no es solo la ambición, sino convertirla en ejecución y escala.

01.

MOVILIZAR EL CAPITAL

EUROPA TIENE RECURSOS

AHORRO PRIVADO · BASE INDUSTRIAL · CAPITAL HUMANO · CAPITAL PÚBLICO

RETO
AHORRO → INVERSIÓN PRODUCTIVA

02.

CONSTRUIR ESCALA

EL MERCADO ÚNICO SIGUE FRAGMENTADO EN ÁREAS RELEVANTES

CAPITALES · ENERGÍA · SERVICIOS · TELECOMUNICACIONES

← MENOR ESCALA → MENOR PRODUCTIVIDAD →

RETO
INTEGRACIÓN → ESCALA → PRODUCTIVIDAD

03.

INVERTIR CON DISCIPLINA

EUROPA NO TIENE UNA ÚNICA POSICIÓN FISCAL

ALEMANIA	FRANCIA	ESPAÑA
CAPACIDAD FISCAL	CONSOLIDACIÓN Y SELECCIÓN	INVERSIÓN Y PRODUCTIVIDAD
-4,6% DÉFICIT PÚBLICO DEL PIB 2027 e	-5,2% DÉFICIT PÚBLICO DEL PIB 2027 e	-2,2% DÉFICIT PÚBLICO DEL PIB 2027 e
66% DEUDA PÚBLICA DEL PIB 2027 e	120% DEUDA PÚBLICA DEL PIB 2027 e	97% DEUDA PÚBLICA DEL PIB 2027 e

Fuentes: Enrico Letta, Much More Than a Market (2024); Mario Draghi, The Future of European Competitiveness (2024); Comisión Europea, Eurostat, Banco Central Europeo, Fondo Monetario Internacional, estimaciones de consenso en Bloomberg y elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.
e = estimación

LECTURA PARA 2027

Europa mejora como alternativa, pero exige selección. Priorizamos países y compañías capaces de convertir ahorro, reformas e inversión en ejecución, escala y productividad. El capital existe; la diferencia estará en quién consiga movilizarlo mejor.

3.4. LATINOAMÉRICA TIENE RECURSOS. EL RETO ES CONVERTIRLOS EN CAPACIDAD PRODUCTIVA

Latinoamérica entra en 2027 con una ventaja poco habitual: dispone de muchos de los recursos que el nuevo ciclo global necesita. Energía, minerales, alimentos y capacidad industrial sitúan a la región en una posición favorable ante la electrificación, la reorganización de las cadenas de suministro y la búsqueda de seguridad estratégica. Pero disponer de recursos no garantiza convertirlos en nueva capacidad productiva.

Brasil y México ilustran dos restricciones diferentes. En Brasil, el principal obstáculo es el precio del capital: tipos reales elevados y riesgo fiscal aumentan la rentabilidad exigida y reducen el número de proyectos viables. En México, el desafío es la capacidad de absorber inversión: electricidad, agua, transporte, logística e infraestructura industrial condicionan cuánto puede aprovechar de su integración con Norteamérica.

Esta distinción será clave en 2027. Brasil necesita hacer viable más inversión; México necesita poder ejecutar más inversión. Para el conjunto de la región, la prueba será si unas ventajas estructurales cada vez más valiosas se traducen en formación de capital y nueva capacidad instalada.

Latinoamérica no necesita demostrar que tiene recursos. Necesita demostrar que puede convertirlos en capacidad productiva.

CONTEXTO REGIONAL

MEDIA DE LA PRIMA SOBERANA DE BRASIL Y MÉXICO

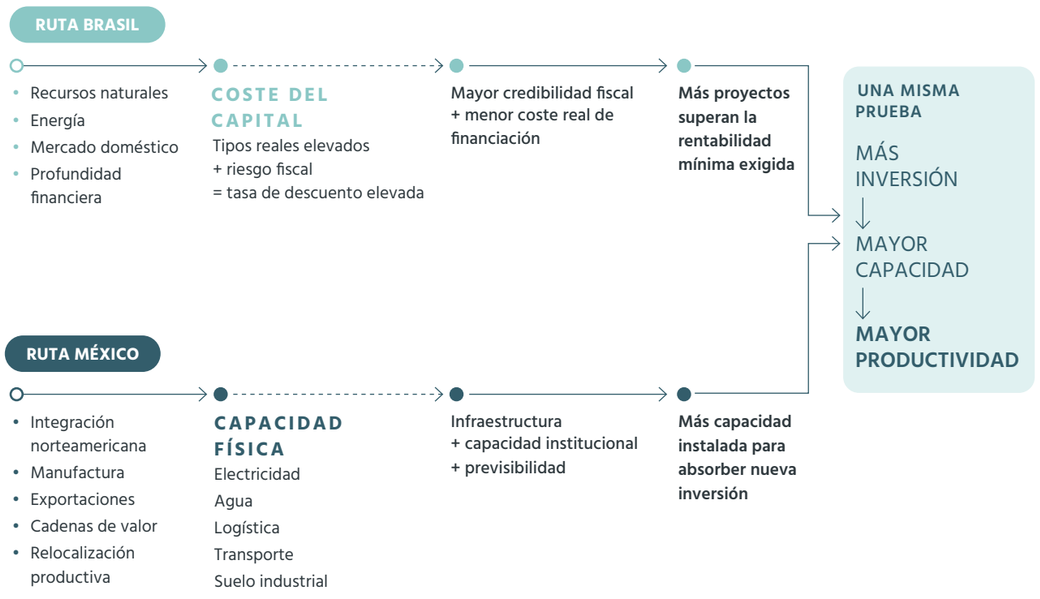
CDS a 5 años

152 pb → 107 pb

2019-2025 nov. 2026

-45 pb

La menor prima de riesgo mejora las condiciones de partida, pero no crea capacidad productiva por sí sola.



Fuentes: Elaboración Beyond Wealth y Bloomberg. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

Latinoamérica parte de mejores anclas macro, pero exige selección. En Brasil, la oportunidad mejora si cae el coste del capital; en México, si aumenta la capacidad para absorber inversión. La estabilidad importa cuando cambia cuánto capital puede invertirse, a qué coste y durante cuánto tiempo.

3.5. ASIA HA ACUMULADO CAPITAL. EL RETO ES UTILIZARLO MEJOR

Asia entra en 2027 con abundante ahorro, una gran base industrial y posiciones de liderazgo tecnológico, pero el siguiente ciclo dependerá menos de cuánto capital acumule que del retorno que consiga obtener de él. La región comparte una elevada intensidad de capital, pero no una misma restricción.

China necesita elevar la utilización de una capacidad productiva que su demanda doméstica no absorbe plenamente. Japón debe compensar una fuerza laboral decreciente produciendo más con cada trabajador. Corea del Sur necesita sostener su liderazgo tecnológico mientras semiconductores, memoria avanzada y nuevas tecnologías requieren cantidades crecientes de capital.

La prueba será diferente en cada economía, pero la pregunta es común: cuánto crecimiento y productividad puede generar cada nueva unidad de capital. En 2027, la ventaja no estará simplemente en disponer de ahorro, tecnología o capacidad industrial, sino en utilizarlos con mayor eficiencia.

01.

CHINA

UTILIZACIÓN

SITUACIÓN

- Gran capacidad industrial
- Elevada inversión
- Amplia base manufacturera
- Ahorro elevado

RESTRICCIÓN

DEMANDA + UTILIZACIÓN DE CAPACIDAD

PREGUNTA 2027

¿Puede convertir capacidad instalada en mayor utilización, demanda interna y productividad?

02.

JAPÓN

EFICIENCIA

SITUACIÓN

- Gran stock de capital
- Elevado ahorro
- Base industrial avanzada
- Población activa decreciente

RESTRICCIÓN

MENOS TRABAJO DISPONIBLE

PREGUNTA 2027

¿Pueden la automatización y una mejor utilización del capital compensar una fuerza laboral menor?

03.

COREA DEL SUR

TECNOLOGÍA

SITUACIÓN

- Semiconductores
- Memoria avanzada
- Manufactura tecnológica
- Elevada robotización

RESTRICCIÓN

MANTENER LIDERAZGO Y RENTABILIDAD EN UN CICLO CADA VEZ MÁS INTENSIVO EN CAPITAL

PREGUNTA 2027

¿Puede mantener su liderazgo tecnológico mientras aumenta la intensidad de capital?



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

Asia exige distinguir entre acumular capital y utilizarlo bien. En China vigilamos utilización y demanda; en Japón, productividad ante la escasez laboral; y en Corea, la capacidad de mantener liderazgo tecnológico sin deteriorar el retorno sobre el capital.

3.6. CUANDO EL TRABAJO CRECE MENOS, LA PRODUCTIVIDAD TIENE QUE HACER MÁS

Durante décadas, el crecimiento pudo apoyarse simultáneamente en más trabajadores y en una mayor producción por trabajador. Esa combinación empieza a cambiar. En ciertas economías desarrolladas y asiáticas, el envejecimiento y la menor natalidad reducirán el crecimiento de la población en edad de trabajar, aunque con intensidades muy diferentes entre países.

La consecuencia no tiene por qué ser menor producción, sino una mayor exigencia sobre cada trabajador. Cuando la fuerza laboral crece menos, sostener el crecimiento requiere aumentar la cantidad y calidad del capital disponible por persona: tecnología, automatización, infraestructura, formación y mejores procesos.

La demografía no determina el crecimiento futuro, pero cambia su composición. Allí donde el trabajo aporte menos, una parte mayor tendrá que proceder de la productividad. Producir más con cada trabajador pasa de ser una ventaja para convertirse progresivamente en una necesidad.

Variación de la población en edad de trabajar (15–64 años), 2025–2050



¿Cómo sostener la producción con menos crecimiento del trabajo?

Economía	Lectura para el crecimiento	Soluciones
JAPÓN	Laboratorio del futuro: población decreciente, escasez laboral, automatización y más participación femenina y sénior.	Automatización y robótica; más participación femenina y sénior; inversión en productividad de los servicios.
CHINA	Más trabajadores, capital y urbanización a la vez; ahora, menos apoyo demográfico y más peso de la productividad.	Pasar del volumen a la productividad: automatización, innovación y mejor asignación del capital.
EUROPA	Envejecimiento, baja natalidad, inmigración y heterogeneidad: importa cuántos trabajan y cuánto produce cada uno.	Integrar inmigración, alargar la vida laboral y reforzar la inversión digital y la formación.
EE. UU.	Demografía más favorable, en parte por inmigración; la oferta depende también de participación y productividad.	Sostener la atracción de talento e inmigración; invertir en tecnología y productividad.
LATINOAMÉRICA	Educación, empleo, capital y productividad abren una ventana relativa.	Más inversión en educación, empleo formal e infraestructura.

Fuentes: ONU, World Population Prospects 2024 (población 15–64, escenario medio). Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026

LECTURA PARA 2027 La demografía impulsa automatización, IA e infraestructura.

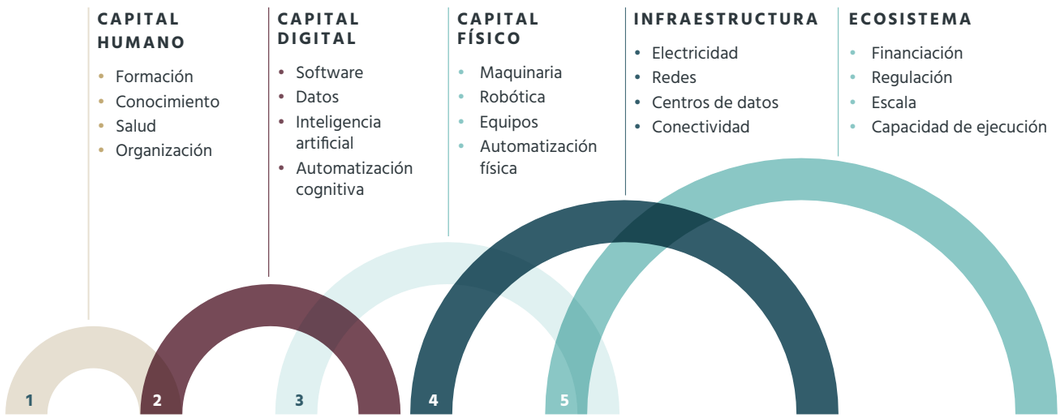
3.7. MENOS TRABAJADORES EXIGEN MÁS CAPACIDAD POR TRABAJADOR

Una fuerza laboral que crece menos cambia la relación entre trabajo y capital. Cuando incorporar más trabajadores deja de ser una fuente suficiente de crecimiento, aumenta el valor de todo aquello que permite a cada persona producir más: conocimiento, tecnología, maquinaria, automatización e infraestructura.

Pero aumentar el capital por trabajador no garantiza mayor productividad. Su contribución depende de cómo se combine con formación, organización, procesos y capacidad de ejecución. Una tecnología infrautilizada o una infraestructura que no elimina una restricción puede aumentar el capital invertido sin elevar en la misma medida la producción.

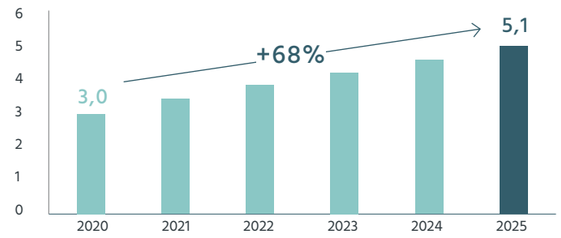
La respuesta a una menor contribución del trabajo no es simplemente invertir más, sino aumentar la capacidad productiva de cada trabajador. En 2027, la prueba será qué formas de capital consiguen realmente ampliar esa capacidad y convertirla en mayor productividad.

Capital por trabajador: cinco capas complementarias

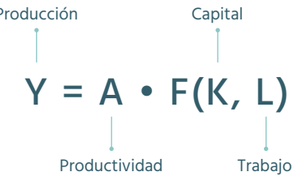


La automatización ya está aumentando el capital por trabajador

Robots industriales en millones de unidades



Cambia la fuente del crecimiento



Si la fuerza laboral crece menos, una mayor parte del crecimiento deberá proceder del capital por trabajador y de la productividad.

Fuentes: International Federation of Robotics, World Robotics (2026). Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

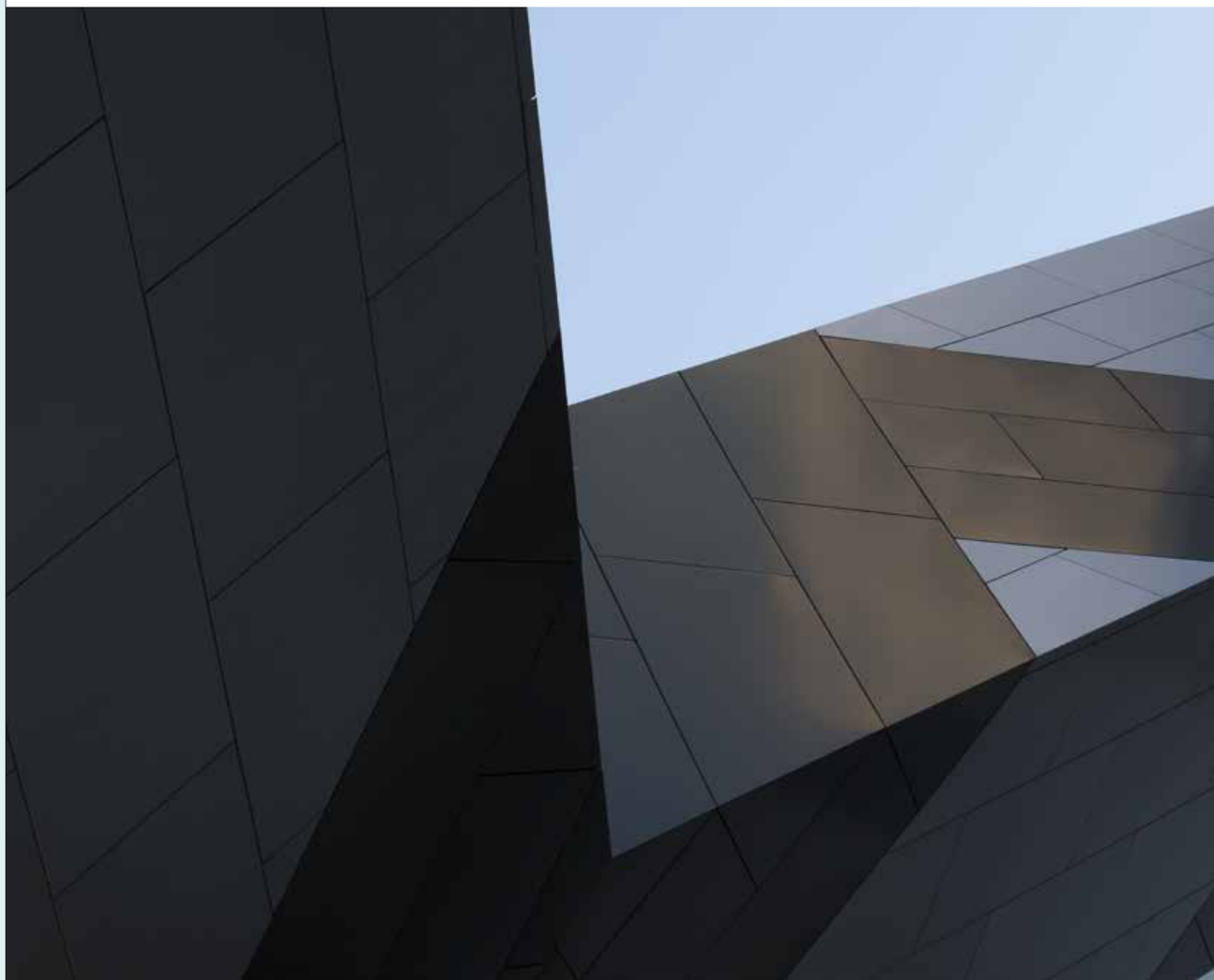
LECTURA PARA 2027 Priorizamos compañías capaces de convertir inversión en mayor productividad por trabajador, beneficios y caja, con retornos superiores al coste del capital.

"

El capital impulsa el crecimiento, pero solo la productividad permite convertir más inversión en mayor capacidad económica. A medida que el trabajo crece menos, aumentará la necesidad de capital por trabajador. La diferencia estará en quién consiga utilizarlo mejor y transformar esa inversión en productividad, beneficios y caja.

4. TECNOLOGÍA Y PRODUCTIVIDAD

"La tecnología ya ha demostrado que puede atraer capital. Ahora tiene que demostrar que puede remunerarlo."



4.1. LA IA YA MUEVE CAPITAL. AHORA DEBE DEMOSTRAR PRODUCTIVIDAD Y RETORNO

La primera fase de la inteligencia artificial ha demostrado que existe capital suficiente para construir capacidad a una velocidad extraordinaria. Centros de datos, semiconductores, software y electricidad están absorbiendo una inversión creciente, mientras la demanda de infraestructura continúa justificando nuevos proyectos.

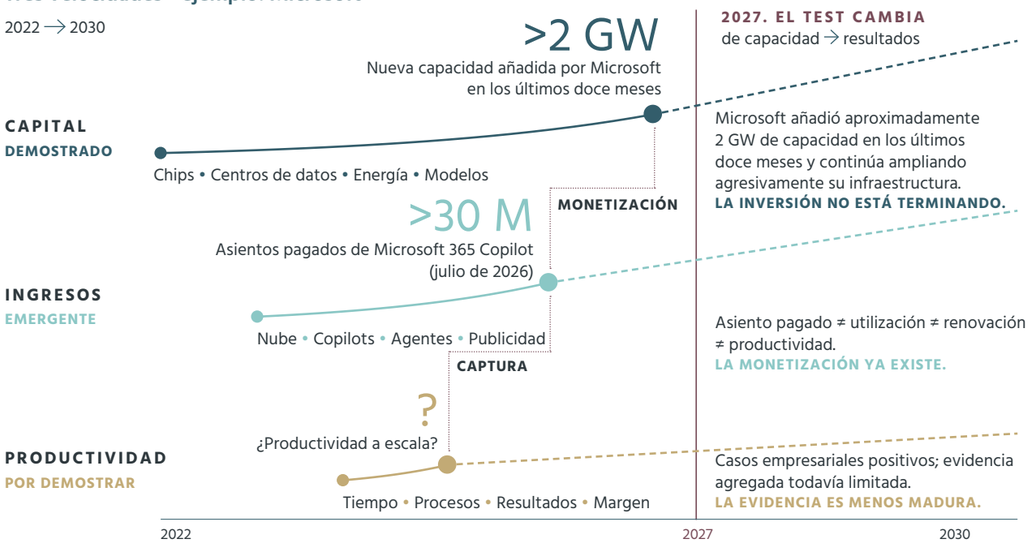
La segunda fase será más exigente. La monetización ya empieza a aparecer en servicios en la nube, software, publicidad y nuevas aplicaciones de IA, pero inversión, ingresos y productividad avanzan a velocidades diferentes. Construir capacidad demuestra convicción; generar ingresos demuestra demanda; aumentar la productividad demuestra valor económico.

En 2027, por tanto, la pregunta cambia. El foco deja de estar únicamente en cuánto capital requiere la IA y pasa a estar en qué valor económico genera ese capital: utilización, monetización, productividad y, finalmente, retorno.

LO QUE YA SABEMOS

CAPITAL
↓
YA ESCALA
MONETIZACIÓN
↓
EMPIEZA
PRODUCTIVIDAD
↓
TODAVÍA TIENE QUE DIFUNDIRSE

Tres velocidades - ejemplo: Microsoft



Las trayectorias no representan magnitudes comparables.

LECCIÓN DE LOS CICLOS TECNOLÓGICOS

Una tecnología puede tener razón antes de que una inversión la tenga.

Fuentes: Microsoft FY2026 Annual Report / Q4 Earnings; Microsoft Investor Relations. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026. Es un caso ilustrativo, no una recomendación. Estos indicadores muestran inversión y adopción comercial, pero no demuestran por sí solos productividad agregada ni retorno futuro.

LECTURA PARA 2027

La IA pasa de una prueba de capacidad a una prueba de retorno. Mantenemos una visión constructiva, pero priorizamos modelos donde adopción, monetización y productividad empiecen a justificar el capital invertido.

4.2. CADA NUEVO GW NECESITA CONSTRUIR SU PROPIA ECONOMÍA

ECONOMÍA NECESARIA POR 1 GW*

≈$40–50 mil M
Inversión media necesaria para construir 1 GW en EE. UU.

VIDA ECONÓMICA ≠ VIDA FÍSICA
↓
≈$15 mil M / AÑO
Referencia de ingresos necesarios

UTILIZACIÓN • PRECIO • DURACIÓN
Convierten capacidad en economía

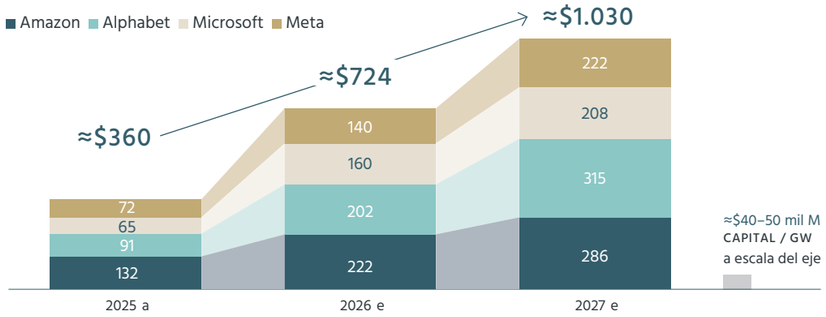
La expansión de la infraestructura de inteligencia artificial está ampliando rápidamente la capacidad disponible de cómputo, centros de datos y energía. Pero capacidad instalada no equivale automáticamente a capacidad rentable: cada nuevo activo necesita suficiente demanda, utilización e ingresos para remunerar el capital que lo financia.

La escala del despliegue está extendiendo la financiación más allá de los balances de las grandes tecnológicas. A medida que aumenta la participación de deuda, mercados de capitales y capital privado, el coste y la estructura de financiación pasan a formar parte de la economía de cada proyecto. El reto para 2027 ya no es únicamente encontrar capital, sino demostrar que la capacidad financiada puede generar caja.

Existe, además, un desajuste entre la vida económica de los activos. Edificios, redes y sistemas eléctricos pueden operar durante décadas, mientras parte del hardware puede quedar obsoleto mucho antes. La rentabilidad dependerá de cuánto se utilice la capacidad, qué precio pueda sostener y si los ingresos llegan antes de que tecnología y financiación erosionen su valor.

Inversión de los principales hiperescaladores ($ mil M)

El ciclo de inversión sigue acelerando



DEL INGRESO DEL CLIENTE AL RETORNO DEL CAPITAL

PAGO DEL CLIENTE	INGRESO DE APLICACIÓN	COSTE DEL MODELO	CONSUMO	REMUNERACIÓN DE LA INFRAESTRUCTURA
CLIENTE / EMPRESA	APLICACIÓN / AGENTE	MODELO	NUBE	INFRAESTRUCTURA
ORIGINA EL INGRESO	CAPTURA EL CASO DE USO	PROPORCIONA INTELIGENCIA	ORQUESTA LA CAPACIDAD	SOPORTA EL CAPITAL
• Suscripción • Consumo • Contrato • Resultado empresarial	• Software • Copilots • Agentes • Soluciones sectoriales	• Inferencia • Tokens • API • Entrenamiento	• Cómputo • Almacenamiento • Conectividad • Servicios gestionados	• GPU y aceleradores • Centros de datos • Electricidad • Redes y refrigeración

INGRESOS Y DEMANDA

¿DÓNDE QUEDA EL MARGEN?

Fuentes: Amazon, Alphabet, Microsoft y Meta, Investor Relations y resultados 2025–2026. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.
* La referencia de ≈42.100 M$/GW y ≈15.000 M$/año corresponde al modelo BCG para 1 GW de capacidad de IA operativa, incluyendo coste de capital.

LECTURA PARA 2027

La capacidad seguirá creciendo, pero no todo GW generará el mismo retorno. Priorizamos activos con demanda visible, alta utilización y poder de precio, donde ingresos y financiación estén alineados con su vida económica.

4.3. LA INTELIGENCIA SE ABARATA. LA PREGUNTA ES CUÁNTO CRECERÁ SU CONSUMO

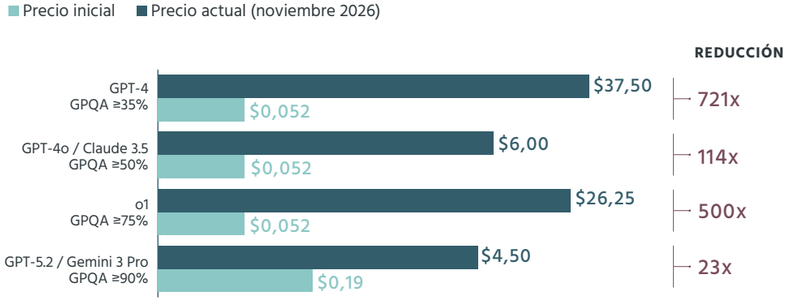
El coste de utilizar inteligencia artificial está cayendo rápidamente a medida que mejoran los modelos, los chips, el software y las técnicas de inferencia. Esto reduce la barrera económica para incorporar IA a más tareas, usuarios y procesos, incluidos casos de uso que antes no resultaban viables.

Pero una inteligencia más barata no implica necesariamente un menor gasto agregado. Si la caída del coste amplía suficientemente la demanda, aumenta la frecuencia de uso o permite automatizar procesos antes inaccesibles, el volumen total de inteligencia consumida puede crecer más rápido de lo que cae su precio unitario.

Para 2027, esta elasticidad será una variable central. Si el volumen crece más rápido que cae el precio, la capacidad instalada puede alcanzar mayor utilización y sostener más ingresos. Si la reducción de precios supera la expansión del consumo, la presión se trasladará a márgenes y retornos.

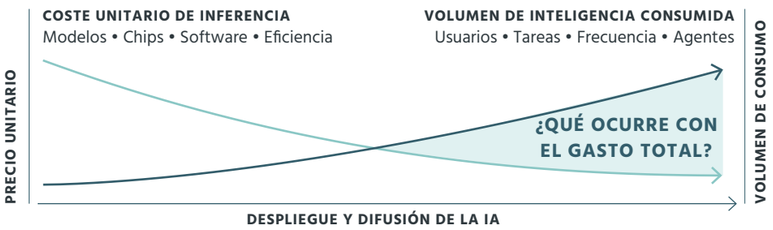
El coste de una misma capacidad de inteligencia ha caído drásticamente

Precio de inferencia (millones de tokens) necesario para alcanzar un nivel comparable de capacidad • escala logarítmica



Precio unitario frente a volumen consumido

Sin escala cuantitativa



EL CONSUMO CAMBIA DE NATURALEZA

ENTRENAMIENTO

- Grandes
- Episódicas
- Concentradas

INFERENCIA

- Recurrentes
- Distribuidas
- Ligadas al uso

Más inferencia conecta la IA con la economía del consumo.

COSTE UNITARIO BAJA → MÁS CASOS DE USO → MÁS FRECUENCIA → MÁS VOLUMEN → ¿MAYOR GASTO TOTAL?

TRES MÉTRICAS A SEGUIR 2027

- COSTE POR RESULTADO
- GASTO POR CLIENTE
- CÓMPUTO POR TAREA

Fuentes: E-ACC, Cost of Intelligence Index, actualizado 5 de noviembre de 2026. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

La caída del coste puede ampliar el mercado de IA. Priorizamos las capas capaces de capturar el aumento de uso y frecuencia sin que la competencia traslade todo el beneficio de eficiencia al cliente.

4.4. LA IA EMPIEZA A EJECUTAR. LA PRODUCTIVIDAD ENTRA EN LA ECONOMÍA REAL

La caída del coste de la inteligencia artificial amplía el número de tareas y procesos que pueden incorporar IA. Pero el impacto económico no será igual en todas las aplicaciones: generar una respuesta, asistir una decisión o ejecutar un proceso completo producen grados muy distintos de productividad y captura de valor.

La siguiente fase empieza cuando la IA deja de ser una herramienta aislada y se integra en los procesos que generan ingresos, reducen costes o asignan capital. La productividad deja entonces de depender únicamente de la capacidad del modelo y pasa a depender de su integración con datos, sistemas, personas y procesos operativos.

La captura de valor tenderá a concentrarse allí donde una mayor utilización de la IA encuentre barreras difíciles de replicar: distribución, datos propios, integración operativa, infraestructura o una relación de confianza con el cliente. La cuestión para 2027 será qué compañías consiguen pasar de utilizar IA a rediseñar con ella su forma de operar.

Una frontera de productividad

IA PROCESA

INFORMACIÓN → DECISIÓN

EE. UU. **JPMORGAN**

>2,5x

Volumen / controles manuales en la supervisión de transacciones

Demuestra: más actividad procesada con menor intervención humana.

EU **DEUTSCHE BANK**

−40%

Tiempo de procesamiento documental, mediante dbTextract

Demuestra: integración en procesos operativos, no solo en herramientas individuales.

IA OPTIMIZA

DECISIÓN → OPTIMIZACIÓN

EE. UU. **WALMART**

≈50%

Volumen de los centros logísticos de comercio electrónico ya automatizado

Demuestra: IA aplicada sobre una escala ya existente para mejorar decisiones, procesos y productividad.

EU **SCHNEIDER**

HASTA −22%

Consumo energético en edificios habilitados con IA, frente a controles tradicionales (estudio de la compañía)

Demuestra: la IA empieza a modificar decisiones sobre activos físicos.

IA REDISEÑA

OPTIMIZACIÓN → REDISEÑO

EE. UU. **NEXTERA ENERGY**

>20%

Potencial de eficiencia operativa por coordinación del sistema

Demuestra: cuando la IA se integra en procesos de trabajo centrales y planificación de capital.

EU **MERCEDES-BENZ**

HASTA −30%

Tiempo de desarrollo, mediante PLM.AI

Demuestra: la IA se diseña dentro del proceso completo de desarrollo, no como aplicación aislada.

IA EJECUTA

PROCESO → EJECUCIÓN

EE. UU. **SALESFORCE**

≈3x

Incremento de Agentforce para ejecutar partes del proceso de trabajo

Demuestra: deja de limitarse a generar una respuesta y comienza a completar acciones y procesos bajo supervisión.

EU **DHL**

+40%

Productividad en la gestión y enriquecimiento de reservas de envíos mediante IA autónoma

Demuestra: los agentes empiezan a ejecutar partes concretas del proceso operativo.

QUÉ VIGILAMOS EN 2027

LOS CASOS DEMUESTRAN POSIBILIDAD, NO TODAVÍA DIFUSIÓN. ¿SE EXTIENDEN ESTOS RESULTADOS AL RESTO DE LA ECONOMÍA?

Fuentes: Documentación corporativa 2026 de JPMorgan Chase; Deutsche Bank; Schneider Electric; Walmart; NextEra Energy; Mercedes-Benz; DHL; Salesforce. Casos corporativos ilustrativos, con métricas, alcances y grados de madurez distintos. No son comparables ni demuestran difusión generalizada. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre 2026.
Nota: Schneider: resultado de modelización/estudio corporativo, no media observada de toda la base instalada. Mercedes-Benz: objetivo comunicado por la compañía, no resultado realizado de toda la organización. Los casos ilustran distintos grados y formas de integración; las métricas no son directamente comparables.

LECTURA PARA 2027

El potencial de productividad aumenta cuando la IA pasa de asistir a integrarse y ejecutar dentro de procesos reales. Priorizamos compañías capaces de convertir esa integración en menores costes, mayor capacidad o mejores decisiones a escala.

4.5. LA INTELIGENCIA SE EXPANDE. LA VENTAJA COMPETITIVA SE DESPLAZA

A medida que los modelos y las capacidades de inteligencia artificial estén disponibles para más empresas, el acceso a la tecnología dejará de ser por sí solo una ventaja competitiva. La competencia entre proveedores, la mejora de los modelos y la caída del coste de inferencia harán que capacidades hoy diferenciales sean cada vez más fáciles de replicar.

La ventaja tenderá a desplazarse hacia los activos que permiten convertir esa inteligencia en resultados: distribución para llegar al cliente, datos propios para aportar contexto, integración en procesos para ejecutar y confianza para asumir las consecuencias de una decisión.

La segunda fase de la IA puede ampliar, por tanto, la dispersión entre compañías. Algunas utilizarán una inteligencia cada vez más accesible para reforzar ventajas existentes; otras descubrirán que aquello por lo que históricamente cobraban se ha vuelto más fácil de replicar.

La migración de la escasez

¿Dónde estará la ventaja competitiva cuando la inteligencia se democratice?

Lo que se hace abundante

INTELIGENCIA
MODELOS • CÓMPUTO • ACCESO

MÁS CAPACIDAD

MÁS COMPETENCIA

MENOR COSTE

ACCESO MÁS AMPLIO

Los modelos, el cómputo y el acceso a inteligencia avanzada se difunden. Disponer de IA deja de ser, por sí solo, una ventaja sostenible.

El desplazamiento del valor

LA INTELIGENCIA SE DIFUNDE.

LA ESCASEZ SE DESPLAZA. →

La ventaja no estará únicamente en quién tiene más inteligencia, sino en quién puede integrarla en sus procesos, contextualizarla y convertirla en una relación económica difícil de sustituir.

Lo que sigue siendo escaso

DISTRIBUCIÓN
Acceso directo al cliente, frecuencia de interacción y capacidad para incorporar la IA dentro de una relación ya existente.
EJEMPLO: **ALPHABET**
+1.000 millones de usuarios mensuales de Gemini

DATOS PROPIOS
Información histórica, contextual o especializada que los modelos generales no pueden reproducir fácilmente.
EJEMPLO: **EXPERIAN**
>90% de ingresos vinculados a datos propietarios.

PROCESO
Integración de la IA dentro de procesos de trabajo, sistemas y decisiones que forman parte de la operativa diaria.
EJEMPLO: **SAP**
>20% de mejora de productividad en funciones centrales de SAP.

CONFIANZA
Reputación, responsabilidad, relación con el cliente y capacidad para asumir las consecuencias de una decisión.
EJEMPLO: **VISA** – Pagos iniciados por agentes
La red debe verificar identidad, autorización y riesgo.

MAYOR RIESGO DE COMODITIZACIÓN

CUANDO EL VALOR DEPENDE DE CONTENIDO ESTÁNDAR, INFORMACIÓN PÚBLICA, FUNCIONALIDAD FÁCILMENTE REPLICABLE O INTERMEDIACIÓN SIMPLE.

Fuentes: Alphabet Investor Relations; Experian Investor Relations; SAP, Q3 2026; Visa Investor Relations. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

A medida que la inteligencia se hace abundante, el valor podría concentrarse en mayor medida en capacidades que continúen siendo escasas y difíciles de replicar.

4.6. UNA GRAN TECNOLOGÍA NO GARANTIZA UNA INVERSIÓN RENTABLE

La IA ya está generando demanda, ingresos y mejoras operativas, y el capital sigue aumentando. La siguiente fase exige algo más: demostrar cuánto beneficio incremental produce ese capital y qué compañías consiguen conservar una parte suficiente del valor creado.

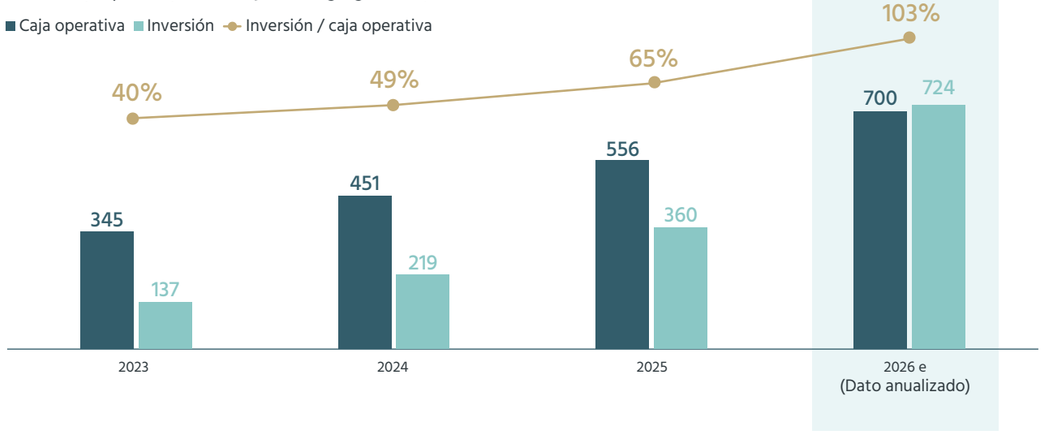
La evidencia es constructiva, pero no uniforme. La capacidad encuentra demanda, la monetización empieza a escalar y aparecen mejoras de productividad; al mismo tiempo, aumenta la inversión y la inteligencia se hace más accesible. Eso puede ampliar la dispersión entre crecimiento operativo y retorno para el accionista.

Una infraestructura puede transformar la economía sin remunerar por igual a quienes la financian. Para 2027, selección y valoración volverán a ser tan importantes como la exposición temática.

103%
De la caja operativa es absorbido por la inversión en 2026 e
Frente al 40% en 2023.

La inversión está absorbiendo una proporción creciente de la caja operativa

Microsoft, Alphabet, Amazon y Meta agregadas • $mil M



LA LECCIÓN DE INTERNET

La infraestructura generó enorme valor; no todo quedó en quien la financió.

FIBRA → CONECTIVIDAD BARATA → NUEVAS PLATAFORMAS → EL VALOR MIGRÓ

QUÉ VIGILAMOS EN 2027
INVERSIÓN vs. FLUJO DE CAJA
¿Empieza a estabilizarse?
MÁRGENES
¿Dónde permanece el poder de precio?
PRODUCTIVIDAD
¿Se difunde fuera de los primeros casos?

MÁS CONSTRUCTIVOS SI:
Ingresos y caja crecen más rápido que el capital incremental **+**
productividad extendiéndose **+**
márgenes resisten

MÁS CAUTOS SI:
Capacidad ociosa **+**
presión persistente sobre precios **+**
inversión creciendo sin mejora equivalente del beneficio

Fuentes: informes regulatorios y resultados de Microsoft, Amazon, Alphabet y Meta (inversión = compras de propiedad y equipo; calendarizado, Microsoft ejercicio a junio); comunicados 3T 2026 de Microsoft, Amazon y Alphabet; McKinsey y State Street. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.
e = estimación

LECTURA PARA 2027

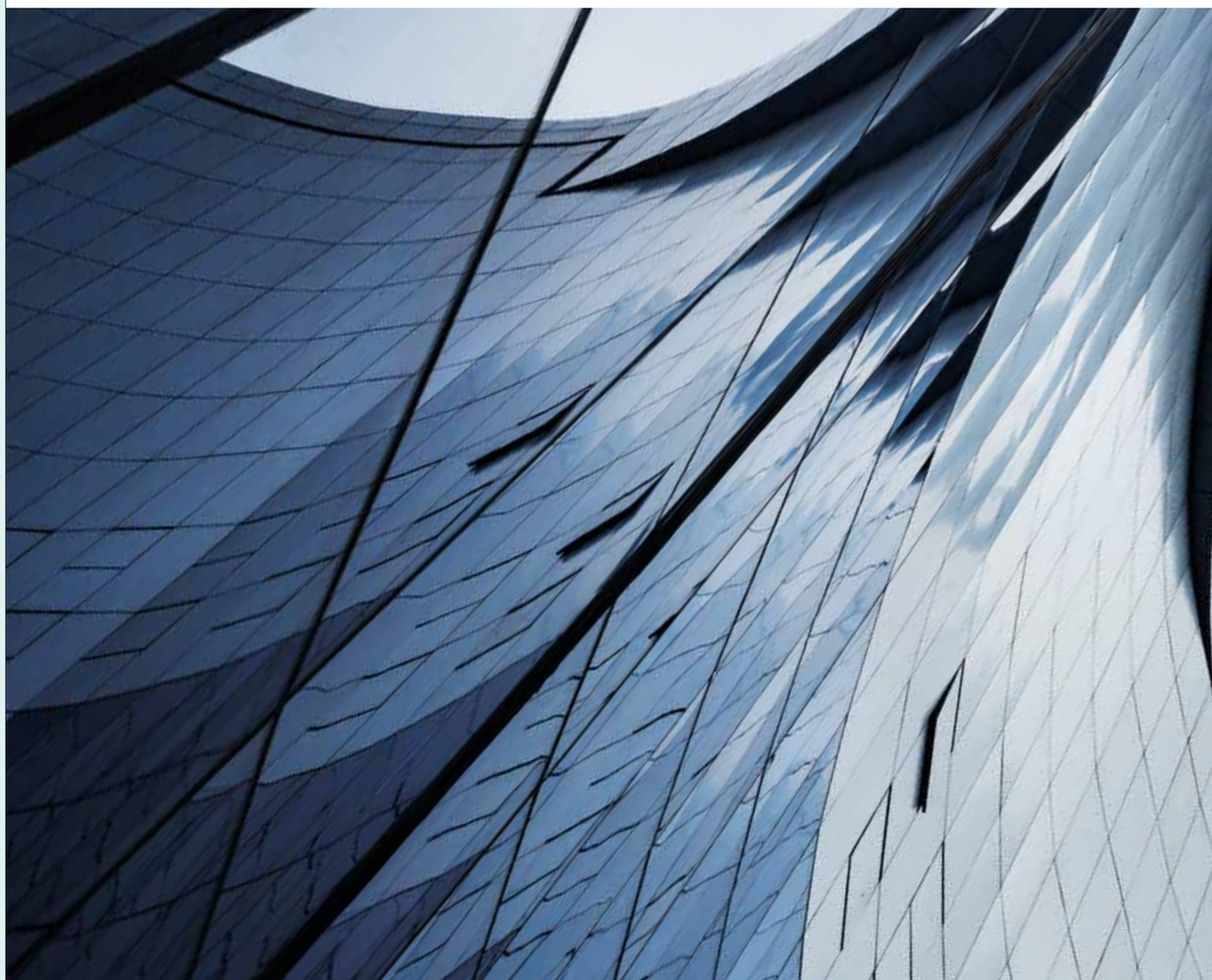
La IA puede transformar la economía sin remunerar por igual a todo el capital invertido. Priorizamos compañías donde ingresos y caja crezcan más rápido que la inversión y la valoración deje margen para capturar ese valor.

"

La IA ya ha demostrado que puede atraer capital y ampliar capacidad. Ahora debe convertir esa escala en consumo, productividad y retorno. El valor dependerá de seleccionar no solo quién participa en su crecimiento, sino quién puede capturar sus beneficios, transformarlos en caja y remunerar de forma sostenible el capital desplegado.

5.
ILIQUIDEZ Y RETORNO

"Cuando el entorno aporta menos al retorno, el activo y el gestor tienen que aportar más."



5.1. EL RETORNO PRIVADO NO HA DESAPARECIDO. AHORA HAY QUE CONSTRUIR UNA MAYOR PARTE DE ÉL

Durante la última década, los mercados privados se beneficiaron de un entorno especialmente favorable: financiación abundante, tipos reducidos, apalancamiento accesible y expansión de múltiplos contribuyeron de forma significativa a los retornos. Ese contexto ha cambiado. El coste del capital es mayor, los periodos de tenencia se han alargado y los activos líquidos vuelven a ofrecer una remuneración competitiva.

Esto no reduce necesariamente el atractivo de los mercados privados, pero sí cambia de dónde tendrá que proceder el retorno. Comprar bien, mejorar la operación, generar caja y mantener opciones de salida ganan importancia frente a la ingeniería financiera y la revalorización del mercado. En 2027 seguiremos identificando inversiones, pero exigimos una fuente de retorno identificable y una compensación suficiente por renunciar a liquidez.

2010–2022 →

ENTORNO DE MERCADO FAVORABLE
ESTRATEGIA DE BUYOUT
2010-2022

≈59%

Porcentaje del valor creado por apalancamiento y expansión de múltiplos

Dinero barato
Financiación abundante
Múltiplos
Salidas líquidas

2023–2026 →

CAMBIO DE RÉGIMEN

Capital más caro
+
Menor velocidad de distribución
+
Alternativa líquida mejor remunerada

2027+

EL ACTIVO TIENE QUE HACER MÁS TRABAJO

PRECIO
Comprar bien
↓
OPERACIÓN
Ingresos y margen
↓
CAJA
Convertir beneficios
↓
REALIZACIÓN
Devolver capital

Tres señales del cambio

01.

CAPITAL MÁS CARO

La financiación aporta menos al retorno.

02.

DISTRIBUCIONES MÁS LENTAS

Distribuciones contenidas y periodos de tenencia elevados.

03.

ALTERNATIVA LÍQUIDA

Carry + liquidez elevan la barrera exigida a los mercados privados.

Fuentes: McKinsey Global Private Markets Report 2026; Bain Global Private Equity Report 2026. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

El entorno más exigente no elimina la oportunidad en privados; eleva el listón. Exigimos mejor precio, creación de valor identificable, capacidad de salida y una remuneración suficiente por renunciar a liquidez.

5.2. EL VALOR PUEDE SEGUIR CRECIENDO, PERO TARDA MÁS EN VOLVER AL INVERSOR

La actividad ha vuelto antes que la liquidez. Las operaciones y salidas de capital privado se recuperaron en 2025, pero los periodos de tenencia siguen elevados y las distribuciones permanecen muy por debajo de sus medias históricas. El crecimiento del mercado secundario confirma la misma tensión: existe valor en las carteras, pero aumenta la necesidad de convertirlo en capital disponible.

La forma de realizar ese valor depende de la estrategia. En capital privado importa cuándo el valor liquidativo puede convertirse en distribuciones; en crédito, cuánto del retorno contratado sobrevive después de pérdidas y recuperaciones; en infraestructura, cómo se alinean duración, contratos y financiación; y en inmobiliario, cuánto de la renta puede convertirse finalmente en un precio realizable.

Para 2027, la realización vuelve a formar parte de la decisión de inversión. No basta con estimar cuánto puede valer un activo: necesitamos entender cómo genera caja, cuándo puede devolver capital y qué opciones existen si la salida natural se retrasa.

EVIDENCIA ACTUAL

≈12%

DISTRIBUCIONES CAPITAL PRIVADO

Distribuciones / NAV en 2025 vs. ≈21% de media histórica

≈13%

DISTRIBUCIONES BUYOUT

Distribuciones / NAV en 2025 vs. ≈25% de media 2010-2021

La realización cambia según la estrategia

CAPITAL PRIVADO	CRÉDITO PRIVADO	INFRAESTRUCTURA	INMOBILIARIO
SALIDA → DISTRIBUCIÓN	**AMORTIZACIÓN → RECUPERACIÓN**	**FLUJO → REFINANCIACIÓN**	**RENTA → PRECIO EJECUTABLE**
Venta • IPO • Secundarios	Cupón • Principal • Colateral	Contratos • Dividendos • Venta	NOI • Deuda • Venta
VARIABLE QUE IMPORTA HOY	**VARIABLES QUE IMPORTAN HOY**	**VARIABLE QUE IMPORTA HOY**	**VARIABLES QUE IMPORTAN HOY**
DURACIÓN	**PÉRDIDAS RECUPERACIÓN**	**FINANCIACIÓN**	**VALORACIÓN FINANCIACIÓN**
¿Puede convertir NAV en distribuciones?	¿Cuánto del retorno contratado sobrevive después de pérdidas?	¿El flujo remunera el capital durante toda la vida económica del activo?	¿La renta y el precio realizable justifican mantener el activo?

Cómo gestionamos la iliquidez

SECUNDARIOS → Herramienta para transferir duración, recuperar liquidez y rebalancear.
Previsión para 2026: $275.000 M de volumen global, récord histórico.

GESTIÓN DEL PROGRAMA → Ritmo de compromisos • Diversificación por añadas
Hipótesis conservadoras de distribuciones • Reserva de liquidez.

Fuentes: McKinsey Global Private Markets Report 2026; Bain Global Private Equity Report 2026. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

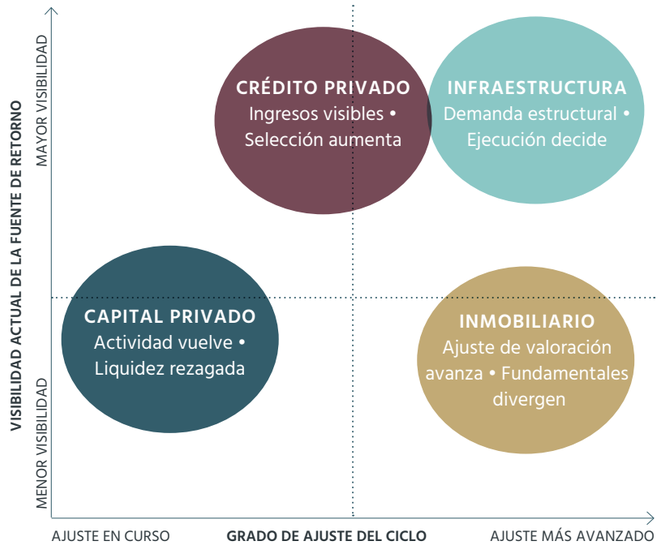
La iliquidez debería gestionarse antes de necesitar liquidez. Modelizamos distribuciones con prudencia, escalonamos compromisos y utilizamos secundarios para gestionar duración y preservar capacidad de actuación.

5.3. LOS MERCADOS PRIVADOS NO ATRAVIESAN UN ÚNICO CICLO

2027 no será un único ciclo de mercados privados. El mismo aumento del coste del capital ha afectado de forma distinta a cada estrategia, dependiendo de su estructura de financiación, duración, fuente de ingresos y mecanismo de realización.

La normalización está ocurriendo, pero no de forma sincronizada. Capital privado, crédito privado, infraestructura e inmobiliario se encuentran en distintos puntos de adaptación al nuevo régimen, con diferencias relevantes en visibilidad del retorno, liquidez y grado de ajuste pendiente. Por eso, analizar los mercados privados como una categoría homogénea resulta cada vez menos útil. En 2027 será más importante identificar qué parte del ajuste ya se ha producido, qué riesgo sigue pendiente y qué evidencia confirmará la siguiente fase de cada estrategia.

Mismo coste del capital. Distintos puntos del ciclo



La evidencia detrás del mapa

01. CAPITAL PRIVADO

52%
Activos en cartera durante más de cuatro años, máximo histórico en 2025.

<15%
Distribuciones / NAV • por cuarto año consecutivo

EE. UU.: mayor profundidad y peso de mega transacciones.

Europa: recuperación de actividad, con menor profundidad de mercados de salida.

La actividad se recupera más rápido que la liquidez.

02. CRÉDITO PRIVADO

GLOBAL
$4,1 billones
AUM globales, +17% interanual.

El volumen de activos globales crece con fuerza y amplía las fuentes de financiación a las empresas.

Más escala también significa mayor diferenciación por vintage y calidad.

03. INFRAESTRUCTURA

EE. UU.
25,7 GW
centro de datos en construcción • Q1 2026

≈93%
pre-leased antes de entrega
Demanda muy visible. Energía es el cuello de botella.

EUROPA
Energía • Redes • Digital • Transporte

El pipeline crece, pero permisos, red, regulación y ejecución condicionan su conversión en activos invertibles.

La necesidad es estructural. El retorno depende de ejecución, contratos y financiación.

04. INMOBILIARIO

EE. UU.
+21%
en los primeros nueve meses de 2026.

EUROPA
+9%
en los primeros nueve meses de 2026.

La liquidez está regresando, pero la recuperación sigue concentrándose en segmentos con mayor visibilidad de renta y demanda.

El precio ha corregido. Ahora la diferencia la marcan renta, ocupación y calidad del activo.

Fuentes: Bain, Global Private Equity Report 2026; KBRA, Private Credit: Across the Atlantic, septiembre 2026; AFIRE / Affinius Capital, The U.S. Data Center Market, junio 2026; With Intelligence, Infrastructure Outlook 2026; CBRE, U.S. Industrial & Logistics Market Report, Q3 2026; JLL Research — Global real estate trends and perspectives (Noviembre 2026). Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

Los mercados privados no atraviesan un único ciclo. Priorizamos estrategias donde podamos identificar qué parte del ajuste ya se ha producido, de dónde vendrá el retorno y qué riesgo pendiente estamos siendo remunerados por asumir.

5.4. LA ILIQUIDEZ DEBE COMPRAR UNA VENTAJA

La dispersión está aumentando dentro de los mercados privados. Un coste del capital más elevado, menor liquidez y mayor competencia obligan a identificar con más precisión de dónde procede el retorno. Ya no basta con elegir una estrategia: importa qué ineficiencia financiamos, qué protección obtenemos y qué capacidad tenemos para influir en el resultado.

La oportunidad tampoco es homogénea por región o industria. Estados Unidos ofrece mayor profundidad y escala; Europa combina fragmentación con oportunidades de financiación e infraestructura; y determinadas dislocaciones inmobiliarias están creando puntos de entrada que no existían hace pocos años.

Para 2027 no buscamos exposición indiscriminada a mercados privados. Buscamos situaciones donde podamos explicar qué necesidad financiamos, por qué tiene sentido hacerlo en privado y qué riesgo estamos cobrando.

Propuesta de valor

Estrategia	Dónde buscar	Región	¿Por qué privado?	Fuente del retorno
SECUNDARIOS Activos maduros y con menor curva J	Carteras maduras • LP-led con descuento • GP-led de calidad • Visibilidad de realizaciones **EVITAMOS** Descuento aparente sobre NAV sin visibilidad de realización • Estructuras excesivamente complejas.	EE. UU. EUROPA	VISIBILIDAD	• Descuento de entrada • Madurez • Creación de valor • Realizaciones
CRÉDITO PRIVADO Originar y estructurar mejor el riesgo	Deuda senior • Financiación respaldada por activos • Deuda de infraestructura • Financiación inmobiliaria • Situaciones especiales (si el mercado se disloca) **EVITAMOS** Documentación débil • Subordinación económica oculta • Rentabilidad elevada sin suficiente protección.	EE. UU. EUROPA	PROTECCIÓN	• Cupón • Prelación • Colateral • Originación • Recuperación
INFRAESTRUCTURA Financiar capacidad difícil de replicar	Energía • Redes • Centro de datos Conectividad • Transporte selectivo **EVITAMOS** Pagar riesgo de desarrollo como si fuera core • Sobrepago • Contraparte débil • Obsolescencia.	EE. UU. EUROPA LATINOAMÉRICA	ESCASEZ	• Contratos • Utilización • Renta / flujo • Crecimiento estructural • Inflación
INMOBILIARIO Comprar mejor y gestionar el activo	Residencial • Hoteles • Prime / core+ • Logística selectiva • Deuda inmobiliaria / dislocaciones **EVITAMOS** Activos con renta débil • Inversión elevada • Financiación que dependa de una mejora del mercado.	EUROPA ESPAÑA EE. UU.: DISLOCACIONES SELECTIVAS	PRECIO	• Renta • Ocupación • Precio entrada • Gestión • Coste de reposición

LA REGIÓN ES UNA CAPA DE SELECCIÓN: ¿QUÉ INEFICIENCIA BUSCAMOS?

EE. UU.
ESCALA + DISLOCACIÓN
Buyout selectivo • ABF deuda inmobiliaria

EUROPA
FRAGMENTACIÓN + FINANCIACIÓN
Crédito privado • Carve-outs
Energía / redes

ESPAÑA
FUNDAMENTALES
Residencial • Hoteles
Activos prime

LATAM
ACTIVOS REALES
Infraestructura • Energía
Logística • PE selectivo

Clasificación: esta página no incorpora cifras nuevas. Dato observado: contexto de las páginas 5.1–5.2 (McKinsey Global Private Markets Report 2026; Bain Global Private Equity Report 2026); KKR 2026 Mid-Year Outlook; BlackRock Private Markets Outlook 2026; Apollo; Jefferies y Lazard (secundarios); CBRE (real estate, Europa y España). Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

La dispersión puede favorecer una selección más granular. Priorizamos situaciones donde podamos identificar qué riesgo asumimos, por qué merece la pena aceptar iliquidez y qué mecanismo remunera ese riesgo.

5.5. ELEGIR AL GESTOR IMPORTA. PERSEGUIR AL GANADOR ANTERIOR NO BASTA

El capital está volviendo, pero no de forma homogénea. La captación continúa concentrándose en grandes plataformas y gestores especializados, mientras unas distribuciones todavía reducidas limitan la capacidad de muchos inversores para asumir nuevos compromisos. La escala facilita el acceso al capital, pero no elimina la necesidad de selección.

La dispersión entre gestores sigue siendo elevada, pero su persistencia es imperfecta. Un buen fondo anterior aporta información, aunque no garantiza que la ventaja pueda repetirse en el siguiente.

A medida que las carteras envejecen y aumenta la presión por realizar inversiones, la capacidad de convertir valor no realizado en distribuciones adquiere tanta importancia como el historial de rentabilidad.

Para 2027, tamaño y marca seguirán facilitando acceso y captación, pero no demostrarán por sí solos una ventaja sostenible. La selección deberá centrarse en qué capacidades son repetibles y qué parte del resultado histórico dependió de condiciones que ya no existen.

PERSISTENCIA IMPERFECTA
Probabilidad histórica de que un fondo Buyout en Q1 repita en Q1 al año siguiente

35,4%

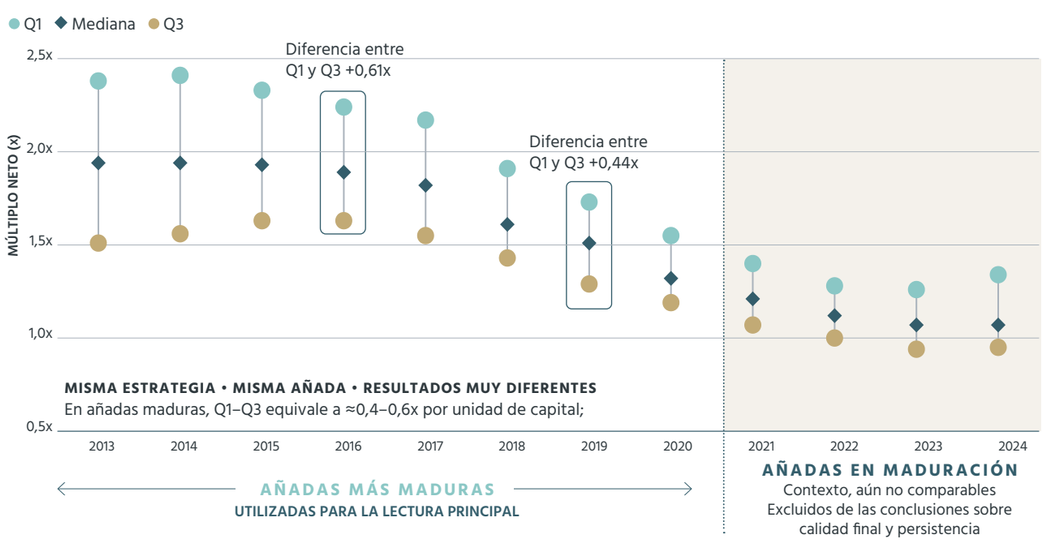
FONDOS DE CAPITAL PRIVADO CERRADOS
De 1.767 (2021) a 578 (2025)

-67%

Misma añada. Resultados muy diferentes

La dispersión aparece pronto; su persistencia solo se confirma con realizaciones.

Múltiplo neto por añada | fondos de Capital Privado | Q1, mediana y Q3 | cada punto es una referencia de añada, no un gestor



POR ESO LA SELECCIÓN NO PUEDE BASARSE SOLO EN EL TRACK RECORD

Fuentes: Preqin, Private Markets Performance Data / Benchmarks (múltiplos netos por vintage y cuartil); Harris, Jenkinson, Kaplan & Stucke, Has Persistence Persisted in Private Equity?, Journal of Corporate Finance (2023), datos Burgiss; EY, US Private Equity Industry Insights (2026), datos PitchBook. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

La dispersión entre gestores seguirá siendo elevada, pero el historial no basta. Priorizamos capacidades repetibles: acceso diferencial, disciplina de entrada, creación de valor y capacidad de realización.

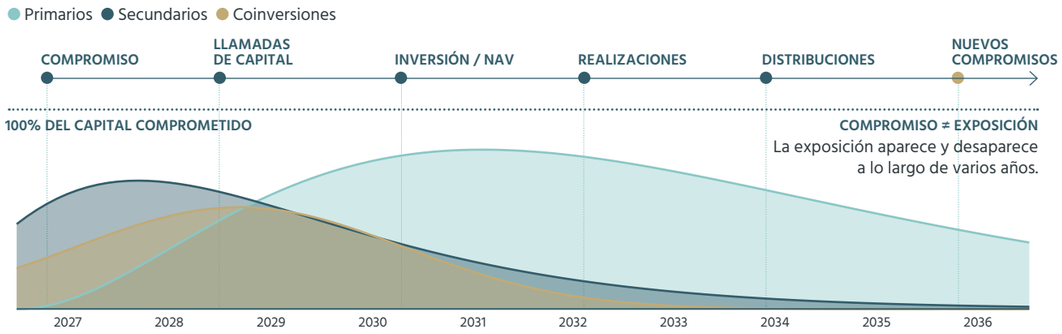
5.6. LA MEJOR AÑADA NO SE PREDICE. EL PROGRAMA SE CONSTRUYE PARA ATRAVESAR EL CICLO

Las bajas distribuciones de los últimos años han alterado el funcionamiento de muchos programas privados: el capital permanece invertido más tiempo, los compromisos anteriores siguen consumiendo capacidad y las nuevas aportaciones pueden moderarse justo cuando el entorno de entrada empieza a ser más selectivo. El riesgo es gestionar el programa mirando solo el ciclo actual y concentrar o reducir exposición en las añadas equivocadas.

Para 2027 distinguimos entre decisión de inversión y construcción del programa. No intentamos identificar de antemano la mejor añada: escalonamos compromisos, modelizamos llamadas y distribuciones con prudencia y combinamos vehículos con distinta madurez. El objetivo es mantener exposición a buenas oportunidades sin depender de que distribuciones, mercados de salida o previsiones de ciclo ocurran exactamente cuando esperamos.

La vida del programa

Un compromiso hoy construye exposición durante varios años.



EL PROGRAMA, NO UNA ÚNICA INVERSIÓN, DETERMINA EL PERFIL FINAL

PRIMARIOS = FUTURO

CONSTRUIR EL FUTURO

Diversifican por añadas, dan acceso a gestores y construyen exposición gradual.

PERFIL: Compromiso hoy → Llamadas progresivas → NAV → Distribuciones posteriores.

Los primarios construyen las próximas añadas.

SECUNDARIOS = MADUREZ

COMPRAR MADUREZ

Carteras ya invertidas, más visibilidad y menor duración hasta distribuciones. Pueden reducir la curva J, no eliminarla ni garantizar descuento.

PERFIL: Capital desplegado antes → NAV inmediato → Distribuciones potencialmente anteriores.

Compran tiempo y ajustan la madurez del programa.

COINVERSIONES = EXPOSICIÓN INMEDIATA

ACELERAR EXPOSICIÓN

Despliegue inmediato y convicción específica; costes potencialmente menores, pero mayor concentración.

PERFIL: Capital desplegado directamente → Exposición inmediata → Realización ligada al activo.

Aceleran el despliegue, pero aumentan concentración y dependencia de selección.

CINCO VARIABLES QUE DETERMINAN LA EXPOSICIÓN FINAL

AÑADA
¿Cuándo comprometemos?

RITMO DE COMPROMISOS
¿Cuánto comprometemos?

MADUREZ
¿Cuándo empieza realmente a trabajar el capital?

DISTRIBUCIÓN
¿Cuándo esperamos que vuelva?

FLEXIBILIDAD
¿Cuánto margen conservamos para adaptarnos?

Fuentes: Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

No intentamos acertar la mejor añada. Escalonamos compromisos, modelizamos distribuciones con prudencia y preservamos flexibilidad para mantener exposición sin depender del momento exacto del ciclo.

"

Los mercados privados siguen ofreciendo fuentes de retorno difíciles de replicar en mercados líquidos, pero la iliquidez exige mayor disciplina. El retorno dependerá de seleccionar no solo dónde invertir, sino también qué riesgos están suficientemente remunerados, qué gestores pueden capturarlos y cómo combinar estrategias, añadas y vehículos para construir un programa capaz de generar y devolver capital a través del tiempo.

6.
DE LA VISIÓN A LA ASIGNACIÓN

"Una visión de mercado solo importa si puede convertirse en una decisión de cartera."



6.1. EL PRECIO CONDICIONA CUÁNTO RETORNO PUEDE QUEDAR

Entramos en 2027 con un escenario económico todavía favorable, pero con un mercado más exigente. El crecimiento y los beneficios siguen apoyando los activos de riesgo, mientras el liderazgo empieza a ampliarse más allá de las grandes tecnológicas. El punto de partida sigue siendo constructivo, pero mucho menos uniforme.

Al mismo tiempo, el capital vuelve a tener alternativas. La renta fija ofrece una remuneración relevante y las mayores necesidades de financiación mantienen elevado el coste del capital. Cada unidad invertida en crecimiento o activos ilíquidos compite ahora con alternativas líquidas capaces de generar retorno sin asumir el mismo riesgo.

Por eso, en 2027 no bastará con identificar dónde crecen más los beneficios. Importará cuánto de ese crecimiento está ya incorporado en el precio y qué compensación recibimos por asumir riesgo adicional. La oportunidad estará menos en acertar qué crecerá y más en identificar dónde las expectativas dejan espacio para sorprender.

TRES VARIABLES QUE DETERMINAN CUÁNTO RETORNO QUEDA

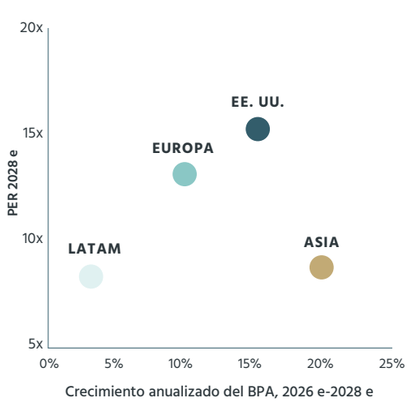
BENEFICIOS
¿Los beneficios justifican el precio?

RENTABILIDAD
¿Cuánto remunera el activo líquido?

PRIMA DE RIESGO
¿Qué compensación recibimos por asumir más riesgo?

¿Cuánto pagamos por el crecimiento?

Renta variable



EL COSTE DE OPORTUNIDAD HA VUELTO

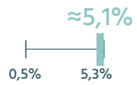
Cada unidad invertida en crecimiento a valoraciones exigentes compite con activos líquidos que vuelven a ofrecer rentabilidad corriente.

LAS ALTERNATIVAS VUELVEN A IMPORTAR

¿Cuánto cobramos por esperar?

Renta fija
EE. UU.• Rango 20 años mín.–máx
Rentabilidad actual

GOBIERNOS • TESORO 10 AÑOS



CRÉDITO GRADO DE INVERSIÓN USD



CRÉDITO ALTO RENDIMIENTO USD



RETORNO = **REALIDAD** − **EXPECTATIVAS DESCONTADAS** + **RENTABILIDAD DE PARTIDA**

Fuentes: Bloomberg y elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.
e = estimación

LECTURA PARA 2027

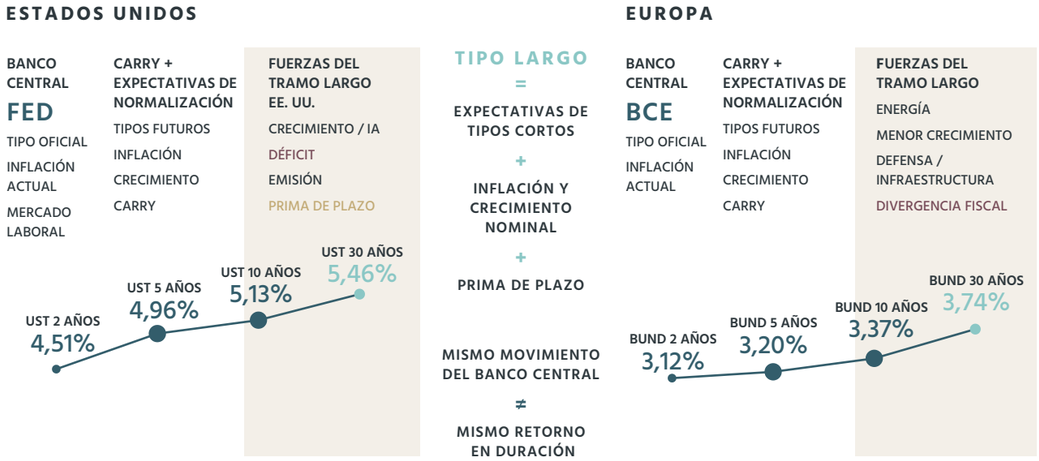
El retorno depende tanto de lo que ocurra como de lo que ya esté descontado. Priorizamos activos donde fundamentales, valoración y rentabilidad de partida dejen margen para sorprender.

6.2. EL BANCO CENTRAL NO CONTROLA TODA LA CURVA

La Reserva Federal y el BCE pueden condicionar el tramo corto, pero explican cada vez menos por sí solos la parte larga de las curvas. En EE. UU., el crecimiento, la inversión en IA y las elevadas necesidades de financiación del Tesoro sostienen la demanda de capital. En Europa, un crecimiento más débil convive con nuevas exigencias en defensa e infraestructuras. Déficit, emisión y diferencias fiscales pueden mantener elevadas las primas de plazo, incluso si la política monetaria cambia de dirección.

En 2027, la cuestión no será solo cuándo giran los bancos centrales, sino cuánta rentabilidad corriente ofrecen las curvas mientras esperamos y qué compensación exige el mercado para asumir duración y riesgo soberano.

Dos bancos centrales. Dos curvas. Distintas primas de plazo



¿CUÁNTO DEPENDEMOS DE ACERTAR LOS TIPOS?

Sensibilidad aproximada del retorno a 12 meses ante movimientos paralelos de la curva en dólares

Tramo		Rentabilidad inicial	Duración aprox.	−100 pb	−50 pb	Sin cambio	+50 pb	+100 pb
UST 2 años	CORTA	4,51%	1,9	6,4%	5,5%	4,5%	3,6%	2,6%
UST 5 años	INTERMEDIA	4,96%	4,4	9,4%	7,2%	5,0%	2,8%	0,6%
UST 10 años	MEDIA-LARGA	5,13%	7,9	13,0%	9,1%	5,1%	1,2%	−2,8%
UST 30 años	LARGA	5,46%	15,0	20,5%	13,0%	5,5%	−2,0%	−9,5%

UST 5A: La rentabilidad corriente ya hace parte del trabajo.

UST 30A: El resultado depende mucho más de acertar la dirección de los tipos.

SIN CAMBIO: En este ejercicio ilustrativo, el carry permitiría generar retorno aun sin una bajada de tipos.

Retorno aproximado = yield inicial − duración modificada × variación del yield. Ejercicio ilustrativo a 12 meses; no incorpora de forma completa convexidad, roll-down, reinversión, cambios no paralelos de la curva, impuestos ni costes. Los retornos reales pueden diferir. Duraciones modificadas calculadas para bonos a la par con el yield indicado.

Fuentes: Bloomberg y elaboración Beyond Wealth. Datos de cierre a 13 de noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

No convertimos una visión sobre los bancos centrales en una apuesta automática por duración. Priorizamos la rentabilidad corriente y añadimos duración cuando crecimiento, inflación y prima de plazo ofrecen una asimetría suficientemente atractiva.

6.3. LA RENTABILIDAD HA VUELTO, PERO NO POR LA PRIMA DE RIESGO

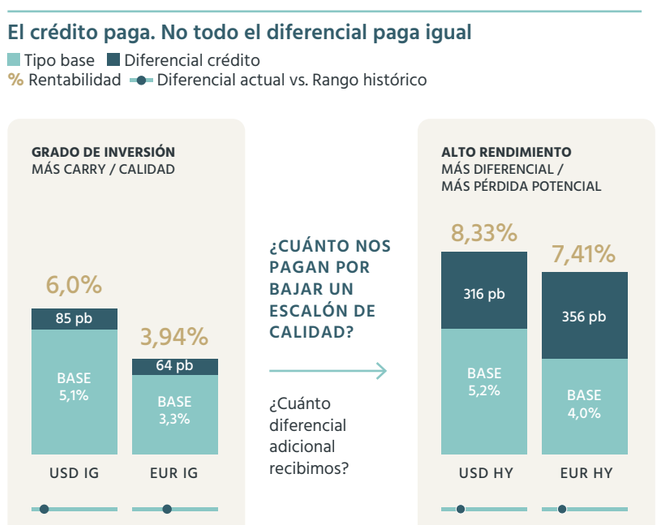
El crédito llega a 2027 ofreciendo una rentabilidad corriente que durante buena parte de la última década exigía asumir mucho más riesgo. Los tipos base siguen haciendo una parte importante del trabajo tanto en dólares como en euros, mientras los diferenciales de crédito reflejan unos fundamentales corporativos todavía resistentes. Esto permite obtener rentabilidad corriente sin necesidad de bajar indiscriminadamente en calidad. Pero el punto de partida también deja menos margen para el error.

En Grado de Inversión, balances sólidos y un elevado cupón ofrecen capacidad para absorber cierta ampliación de diferenciales de crédito.

En Alto Rendimiento, la prima adicional debe compensar una mayor sensibilidad al ciclo, refinanciaciones a costes superiores y el riesgo de que defaults y recuperaciones deterioren el retorno contratado. Una rentabilidad elevada no significa necesariamente que el riesgo de crédito esté barato.

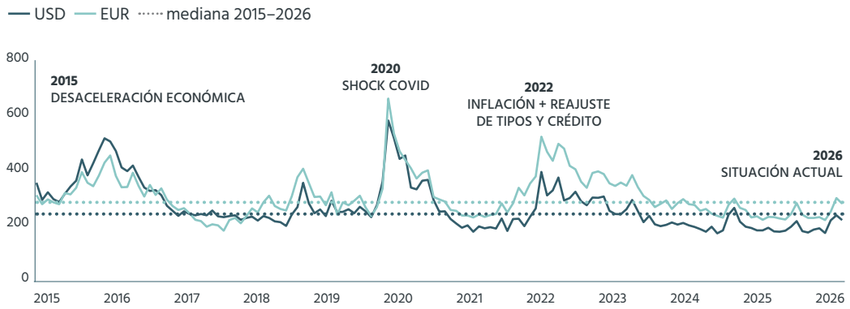
Para 2027 priorizamos calidad y rentabilidad corriente en USD y EUR y somos más exigentes al bajar de rating. La oportunidad aparecerá donde el spread remunere no solo el escenario central, sino también una normalización de pérdidas, refinanciación y liquidez. No buscamos la mayor rentabilidad, sino cuánto retorno puede quedar después del riesgo.

El crédito paga. No todo el diferencial paga igual



Bajar en calidad tiene un precio. ¿Es suficiente?

Diferencial adicional de Alto Rendimiento frente a Grado de Inversión (pb)



NOV. 2026

EUR

+294 pb

Adicionales frente a Grado de Inversión

USD

+241 pb

Adicionales frente a Grado de Inversión

Fuentes: Bloomberg US Corporate, Bloomberg US High Yield, Bloomberg Euro Aggregate y Bloomberg Euro High Yield Index. Elaboración Beyond Wealth. Datos de cierre a 13 de noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

La rentabilidad corriente permite ser exigentes. Priorizamos Grado de Inversión en dólares y euros y bajamos en calidad solo cuando el diferencial adicional compensa suficientemente el mayor riesgo de impago, recuperación, refinanciación y liquidez.

6.4. EL BENEFICIO CREA VALOR. EL PRECIO DETERMINA EL RETORNO

Los beneficios empresariales continúan apoyando la renta variable, pero no proceden de las mismas fuentes ni tienen la misma calidad entre regiones. Tecnología y modelos escalables pesan más en Estados Unidos; financieras, salud e industria, en Europa; tecnología y manufactura avanzada, en Asia; y bancos, energía y materiales, en Latinoamérica. Comparar valoraciones exige entender primero qué beneficio estamos comprando.

El BPA puede crecer por mayores ingresos, expansión de márgenes y productividad, pero también por apalancamiento, adquisiciones, recompras o liberación de provisiones. Estas fuentes no tienen la misma persistencia ni capacidad de reinversión. Por eso, dos mercados con un crecimiento similar del beneficio pueden generar niveles de rentabilidad sobre recursos propios muy diferentes.

La valoración debe interpretarse a partir de esa rentabilidad. Un P/B elevado puede estar justificado cuando el ROE es alto, sostenible y reinvertible; uno bajo puede reflejar menor rentabilidad, mayor ciclicidad o ausencia de catalizadores. En 2027 buscamos beneficios cuya calidad y potencial de mejora todavía no estén completamente incorporados en el precio.

DE DÓNDE VIENEN LOS BENEFICIOS

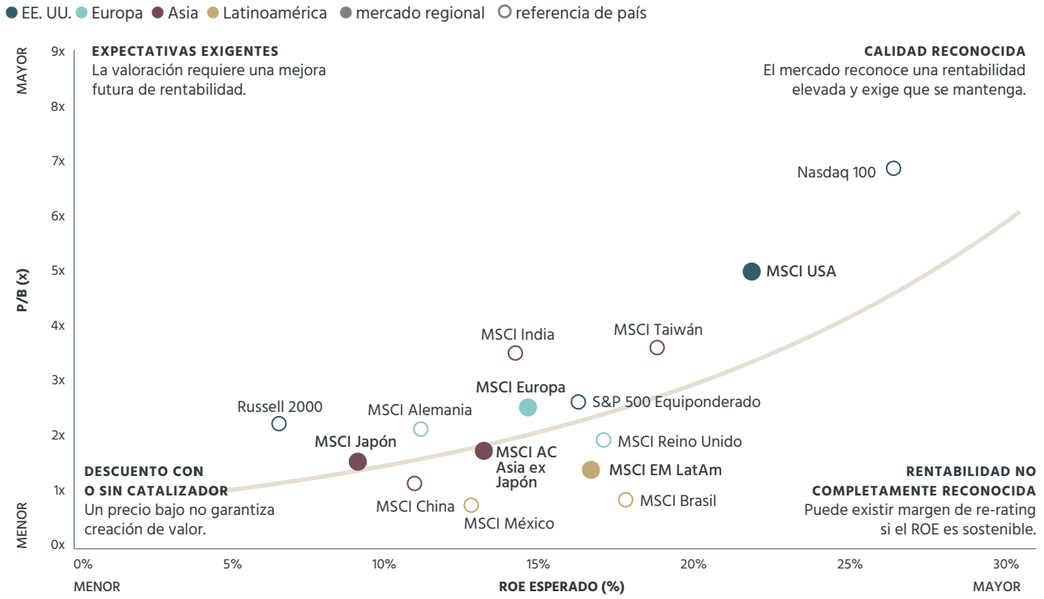
ESTADOS UNIDOS
MSCI USA
TECNOLOGÍA • COMUNICACIÓN • SALUD
Escalabilidad, intangibles, márgenes y recompras.

EUROPA
MSCI Europa
FINANCIERAS • INDUSTRIA • SALUD
Tipos, ciclo industrial, exportaciones y activos físicos.

ASIA
MSCI AC Asia ex Japón
TECNOLOGÍA • MANUFACTURA • FINANCIERAS
Semiconductores, escala industrial, inversión y demanda doméstica.

LATINOAMÉRICA
MSCI EM LatAm
FINANCIERAS • ENERGÍA • MATERIALES
Tipos, crédito, divisas, crecimiento nominal y materias primas.

Rentabilidad sobre recursos propios y valoración bursátil



Fuentes: MSCI y Bloomberg. Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

No buscamos simplemente múltiplos bajos. Priorizamos mercados y compañías donde el ROE pueda sostenerse o mejorar y esa calidad todavía no esté plenamente reconocida en el precio.

6.5. LOS BENEFICIOS DECIDIRÁN DÓNDE PUEDE AMPLIARSE EL LIDERAZGO

El liderazgo de mercado se amplió en 2026, pero precio y fundamentales no avanzaron al mismo ritmo. En algunos sectores, las expectativas de beneficios mejoraron mucho más que las cotizaciones y la valoración se comprimió; en otros, una parte mayor del retorno procedió de pagar múltiplos más elevados por una mejora fundamental limitada.

Esa divergencia importa porque el liderazgo pasado no determina el retorno futuro. Una cotización rezagada no constituye por sí sola una oportunidad, del mismo modo que una fuerte revalorización no implica necesariamente que el potencial se haya agotado. La pregunta es cuánto han cambiado los beneficios respecto a cuánto ha cambiado el precio.

En 2027 ampliaremos la exposición allí donde la mejora de beneficios todavía no esté plenamente reconocida en la valoración y mantendremos mayor disciplina donde el precio haya avanzado por delante de los fundamentales. El próximo liderazgo dependerá menos de quién ganó en 2026 que de quién pueda seguir justificándolo con beneficios.

El precio no cuenta toda la historia

● Beneficios por delante del precio ● Precio por delante de beneficios ● Sin confirmación

Lectura	Revisión BPA 2026 BPA nov-26 vs. dic-25	Cambio múltiplo de valoración PER dic-25 → nov-26	Rentabilidad YTD Acumulada 2026
● **ENERGÍA** Los beneficios han hecho gran parte del trabajo	+96%	→ 14,25x → **9,83x** −31% →	+35%
● **TECNOLOGÍA** Fuerte mejora de beneficios + compresión de la valoración	+92%	→ 31,02x → **18,98x** −39% →	+18,7%
● **MATERIALES** Beneficios por delante del precio	+40%	→ 20,45x → **15,46x** −24% →	+5,7%
● **INDUSTRIALES** Mejora fundamental con menor respuesta del precio	+21%	→ 24,65x → **21,61x** −12% →	+5,9%
● **CONSUMO DISCRECIONAL** Divergencia subindustrial	+19%	→ 26,86x → **21,78x** −19% →	−3,2%
● **FINANCIERAS** Beneficios por delante del precio; PER algo menor	+13%	→ 14,36x → **13,78x** −4% →	+8,5%
● **INMOBILIARIO** Mejora limitada; precio y beneficios en línea	+6%	→ 18,58x → **18,47x** −1% →	+5,3%
● **UTILITIES** Mejora limitada; precio y beneficios en línea	+4%	→ 17,42x → **17,66x** +1% →	+5,4%
● **CONSUMO ESTABLE** Parte del retorno procede de valoración	+4%	→ 20,35x → **22,28x** +9% →	+13,8%
● **SALUD** Precio por delante de beneficios	+2%	→ 19,64x → **22,26x** +13% →	+15,6%
● **SERVICIOS DE COMUNICACIÓN** Sin confirmación fundamental	−7%	→ 12,74x → **13,27x** +4% →	−3,0%

DÓNDE QUEREMOS EXPRESAR NUESTRAS CONVICCIONES

EE. UU.	EUROPA	ASIA	LATINOAMÉRICA
TECNOLOGÍA / IA	INDUSTRIALES / DEFENSA	SEMICONDUCTORES / IA	CONSUMO / DIGITALIZACIÓN
ELECTRIFICACIÓN	SALUD	AUTOMATIZACIÓN / ROBÓTICA	ENERGÍA
FINANCIERAS	FINANCIERAS	FINANCIERAS / REFORMA DE CAPITAL	MATERIALES / MINERÍA

Fuentes: Series sectoriales de rentabilidad YTD 2026, BPA 2026, PER y rentabilidad por dividendo entre diciembre de 2025 y noviembre de 2026. Bloomberg y elaboración Beyond Wealth. Datos al cierre del 13 de noviembre de 2026. La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros.

LECTURA PARA 2027

No perseguimos el liderazgo de 2026: buscamos dónde los beneficios pueden sostenerlo o ampliarlo. Priorizamos sectores y regiones donde la mejora fundamental haya avanzado más que el precio y la valoración todavía deje margen para capturarla.

6.6. LA CONVICCIÓN IDENTIFICA LA OPORTUNIDAD. LA ASIMETRÍA DETERMINA LA POSICIÓN

Una buena tesis no se convierte automáticamente en una buena posición. Para asignar capital debe superar cuatro pruebas: contar con evidencia suficiente, ofrecer un precio razonable, presentar una asimetría favorable y ser compatible con la liquidez y los riesgos ya presentes en el patrimonio.

Por eso, el tamaño de una posición no refleja únicamente cuánto nos gusta una inversión. Refleja cuánto retorno queda si acertamos, cuánto podemos perder si no lo hacemos y qué dependencia económica añadimos al conjunto.

01 CONVICCIÓN — ¿Qué evidencia sostiene la tesis?
- Fundamentales
- Beneficios
- Productividad

02 PRECIO — ¿Cuánto está ya descontado?
- Valoración
- Rentabilidad disponible
- Expectativas

03 ASIMETRÍA — ¿Qué ganamos si acertamos y qué perdemos si no?
- Potencial
- Pérdida
- Sensibilidad

04 LIQUIDEZ — ¿Podemos mantener, rebalancear y actuar?
- Horizonte
- Salida
- Necesidades patrimoniales

→ **POSICIÓN**

Nuestro mapa de convicción para 2027

PRIORIZAMOS

Evidencia, precio y asimetría se alinean.

GRADO DE INVERSIÓN
Rentabilidad corriente • Calidad • Menor dependencia del escenario

RENTA VARIABLE EE. UU.
Calidad • Innovación • Beneficios

RENTA VARIABLE EMERGENTE
Crecimiento • Valoración • Diversificación

SECUNDARIOS
Precio • Madurez • Visibilidad

PARTICIPAMOS CON DISCIPLINA

Queremos exposición, pero precio, concentración, ejecución o liquidez determinan cuánto.

RENTA VARIABLE EUROPEA
Valoración • Beneficios • Ampliación

ORO
Estabilidad • Diversificación • Riesgo fiscal

CRÉDITO PRIVADO
Estructura • Prelación • Rentabilidad corriente

INMOBILIARIO / INFRAESTRUCTURA
Escasez • Contratos • Utilización

EXIGIMOS MAYOR COMPENSACIÓN

Pueden ser oportunidades si el precio cambia.

ALTO RENDIMIENTO
Diferencial • Impagos • Recuperación

DURACIÓN LARGA
Fiscalidad • Emisión • Prima de plazo

CRECIMIENTO SIN BENEFICIOS
Beneficios a largo plazo • Sensibilidad a tipos • Valoración

ILIQUIDEZ SIN PRIMA SUFICIENTE
Alternativa líquida • Duración • Flexibilidad

QUÉ NOS HARÍA CAMBIAR

Condiciones que revisan el posicionamiento.

MÁS RIESGO CÍCLICO
- ▲ Productividad
- ▲ Beneficios
- Inflación convergente

MÁS CONFIANZA EN CRECIMIENTO Y RIESGO

MÁS DURACIÓN
- ▼ Crecimiento
- ▼ Inflación
- ▲ Prima de plazo

MEJORA LA ASIMETRÍA DE LA DURACIÓN

MÁS DEFENSA
- ▼ Beneficios
- ▲ Diferenciales
- ▼ Empleo / consumo

AUMENTA EL VALOR DE CALIDAD, LIQUIDEZ Y PROTECCIÓN

MENOS IA / CRECIMIENTO
- ▲ Inversión
- ▼ Utilización
- ▼ Caja / ROIC

LA INVERSIÓN CONTINÚA, PERO LA MONETIZACIÓN NO COMPENSA EL CAPITAL

Fuentes: Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA PARA 2027

No buscamos asumir menos riesgo, sino asumirlo mejor. Evidencia, precio, asimetría y liquidez determinan qué compramos, cuánto compramos y qué tendría que ocurrir para cambiar.

"

Tener razón sobre el escenario
no garantiza obtener retorno.
Los fundamentales identifican la
oportunidad, pero el precio determina
cuánto retorno queda y la asimetría
cuánto riesgo merece la pena asumir.
La posición final debe reflejar esa
convicción sin comprometer la liquidez
necesaria para mantenerla cuando el
escenario cambia.

7.
DEL MERCADO AL PATRIMONIO

"Invertir bien no basta
si el patrimonio no puede
sostener la estrategia."



7.1. UNA BUENA CARTERA EMPIEZA FUERA DE LA CARTERA

La mayoría de los patrimonios no se diseñan: se acumulan. Una empresa familiar, varios inmuebles, inversiones realizadas en momentos distintos y posiciones que permanecen porque venderlas resulta más difícil que mantenerlas pueden tener sentido aisladamente y, sin embargo, producir concentraciones cuando se observan conjuntamente.

A esa acumulación se suman nuestros propios sesgos. Tendemos a invertir en lo que conocemos y a extrapolar lo que recientemente ha funcionado. En familias multigeneracionales aparece además otra complejidad: activos, estructuras societarias, compromisos y necesidades pueden responder a horizontes diferentes entre miembros y generaciones.

MAPA DEL PATRIMONIO COMPLETO

LA CARTERA FINANCIERA ES SOLO UNA PARTE



01. ACTIVIDAD EMPRESARIAL
- Empresa familiar
- Participaciones directas
- Concentraciones accionariales
- Ingresos profesionales / empresariales

02. ACTIVOS REALES
- Inmobiliario
- Activos productivos
- Infraestructura directa
- Activos de uso familiar

03. CARTERA FINANCIERA
- Renta variable
- Renta fija
- Mercados privados
- Oro
- Liquidez
- Notas estructuradas

04. OBLIGACIONES Y COMPROMISOS
- Deuda
- Impuestos
- Gasto familiar
- Llamadas de capital
- Compromisos de inversión
- Proyectos empresariales
- Filantropía

05. FAMILIA Y CONTINUIDAD
- Generaciones
- Necesidades futuras
- Transmisión
- Gobernanza
- Divisas
- Residencia / movilidad

¿QUÉ RIESGOS POSEE YA LA FAMILIA?

RIESGOS EXISTENTES → **NECESIDADES Y COMPROMISOS** → **CAPACIDAD DE ASUMIR RIESGO** → **CARTERA FINANCIERA**

CARTERA DIVERSIFICADA ≠ PATRIMONIO DIVERSIFICADO

TRES PREGUNTAS ANTES DE CONSTRUIR LA CARTERA

ORIGEN
¿De dónde procede la riqueza?

DEPENDENCIA
¿Qué escenario económico afecta simultáneamente a varios activos?

LIQUIDEZ
¿Qué capital puede necesitar la familia antes de que la inversión haya tenido tiempo de madurar?

Fuente: Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA MFO

Una cartera diversificada no garantiza un patrimonio diversificado. Construimos la asignación para compensar riesgos existentes, cubrir necesidades futuras y preservar la liquidez necesaria para actuar.

7.2. EL TIEMPO PUEDE SER UNA VENTAJA COMPETITIVA DEL PATRIMONIO

Una familia multigeneracional tiene una característica difícil de replicar: no todo su patrimonio necesita responder al mismo horizonte. Una vez financiadas las necesidades próximas, parte del capital puede atravesar ciclos completos sin depender del próximo trimestre, de una corrección puntual o de la necesidad de encontrar liquidez en un momento desfavorable.

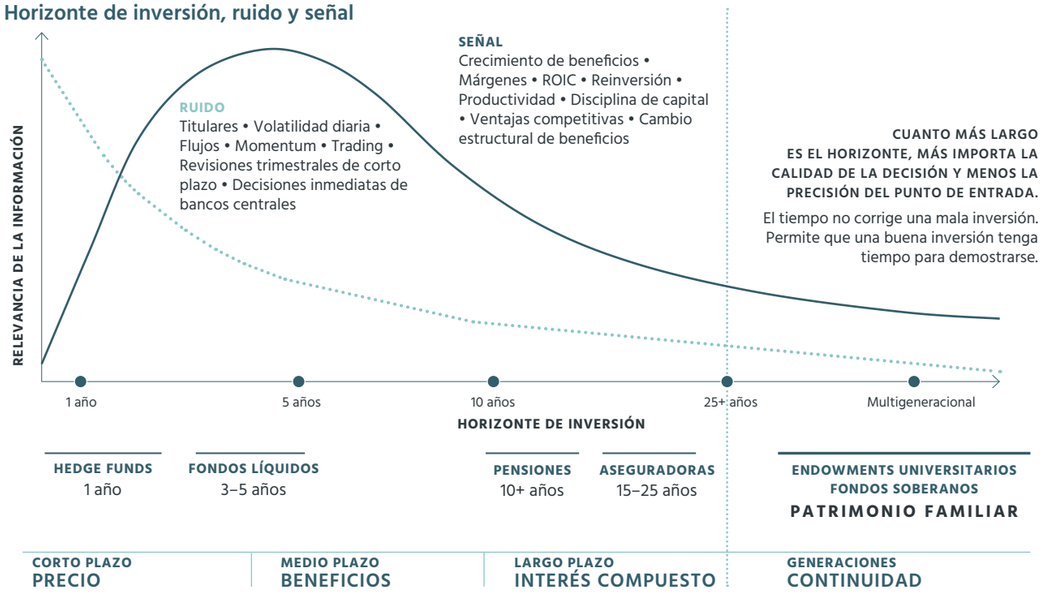
Ese horizonte cambia la forma de invertir. A corto plazo, precios, flujos, titulares y decisiones de política monetaria condicionan inevitablemente los resultados. A medida que ampliamos el tiempo, ganan peso variables más persistentes: crecimiento de beneficios, márgenes, productividad, capacidad de reinversión, disciplina de capital y ventajas competitivas.

La oportunidad consiste en utilizar ese horizonte, no simplemente en declararlo. Endowments universitarios, fondos soberanos y patrimonios familiares pueden incorporar activos y estrategias que necesitan tiempo para madurar, siempre que exista liquidez suficiente y una gobernanza capaz de mantener la disciplina cuando aumenta la volatilidad.

El verdadero privilegio del capital paciente no es evitar malos momentos de mercado, sino no tener que convertirlos en malas decisiones. Por eso, el horizonte largo exige tres condiciones: tiempo para que la tesis se materialice, liquidez para no interrumpirla y gobernanza para mantenerla cuando aumenta el ruido. Cuando esas tres dimensiones están alineadas, la familia puede decidir con una lógica de décadas en un sistema que continuamente empuja a decidir con una lógica de trimestres.

La ventaja de una familia no es predecir mejor. Es poder elegir.

Horizonte de inversión, ruido y señal



TRES CONDICIONES PARA UTILIZAR LA VENTAJA

TIEMPO + LIQUIDEZ + GOBERNANZA = CAPITAL PACIENTE

Fuente: MFS Investment y elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.

LECTURA MFO

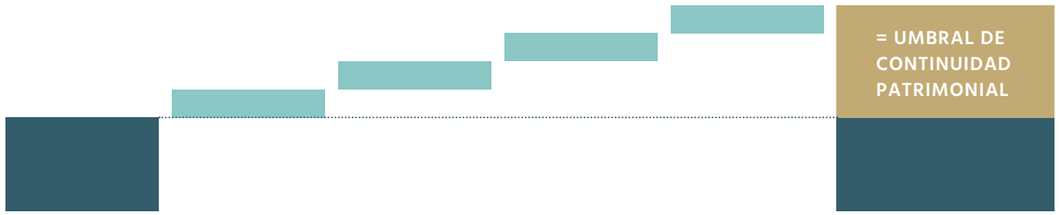
Una familia puede invertir a largo plazo cuando necesidades, liquidez y gobernanza permiten mantener la estrategia. El tiempo se convierte así en un activo diferencial para capturar retornos que requieren paciencia, volatilidad o iliquidez.

7.3. PRESERVAR EL CAPITAL NO BASTA. EL PATRIMONIO TIENE QUE CRECER

Para un patrimonio intergeneracional, preservar capital no significa evitar volatilidad, sino mantener su capacidad económica a través del tiempo. Inflación, fiscalidad, gasto y nuevas generaciones elevan continuamente la referencia que el patrimonio debe superar: conservar el mismo capital nominal puede significar perder riqueza real.

La consecuencia para la asignación es estructural. Una vez financiadas las necesidades próximas y preservada suficiente liquidez, parte del patrimonio debe asumir riesgo de crecimiento. No para maximizar la rentabilidad en cada ciclo, sino para aumentar la probabilidad de que el capital crezca por encima de su propia erosión y pueda financiar a las siguientes generaciones con la misma capacidad, o incluso una mayor.

La tasa mínima de crecimiento del patrimonio



PATRIMONIO HOY
Capital de partida.

+ INFLACIÓN
Reduce poder adquisitivo.

+ FISCALIDAD Y COSTES
Consumen parte del retorno nominal.

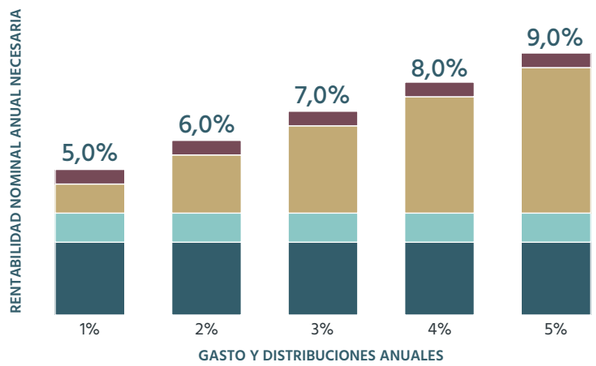
DISTRIBUCIONES + COMPROMISOS
Financian el nivel de vida y las obligaciones familiares.

+ NUEVAS GENERACIONES
Distribuyen el patrimonio entre más beneficiarios.

UMBRAL DE CONTINUIDAD
Capital que la familia necesita mañana para conservar la capacidad económica de hoy.

¿Qué rentabilidad necesita el patrimonio para no reducirse?

Inflación ■ Costes ■ Distribución ■ Otros usos



UMBRAL ILUSTRATIVO DE RENTABILIDAD BAJO LOS SUPUESTOS CONSIDERADOS:

DISTRIBUCIÓN 1% → NECESITO ≈5,0%
DISTRIBUCIÓN 3% → NECESITO ≈7,0%
DISTRIBUCIÓN 5% → NECESITO ≈9,0%

Antes de crecer, el patrimonio tiene que financiar su propia erosión.

Fuentes: Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026.
Ejercicio exclusivamente ilustrativo. Hipótesis utilizadas: inflación 2,5%, costes 1,0%, otros usos 0,5% y gasto/distribuciones entre 1% y 5% anual sobre patrimonio. No constituye una previsión, objetivo de rentabilidad ni recomendación de asignación.

LECTURA MFO

El patrimonio necesita superar su propia erosión antes de generar crecimiento real. Cuanto mayores sean las necesidades y distribuciones, mayor será el retorno necesario; la asignación estratégica debe construirse a partir de ese umbral y de la capacidad real de la familia para asumir riesgo.

7.4. SUPERAR EL UMBRAL EXIGE CRECIMIENTO. MANTENERLO EXIGE DIVERSIFICACIÓN

Definir el umbral de continuidad cambia la forma de construir la cartera. Ya no preguntamos qué activo ofrece mayor rentabilidad, sino qué combinación de fuentes de retorno puede permitir al patrimonio superar su propia erosión sin depender de un único riesgo, horizonte o escenario. La historia muestra que el crecimiento ha hecho gran parte del trabajo de acumulación, pero también que su resultado depende del horizonte y del punto de entrada.

Renta, diversificación y liquidez cumplen una función distinta: no necesitan superar individualmente el umbral, sino contribuir a que el patrimonio pueda mantener sus fuentes de crecimiento cuando el ciclo se vuelve adverso. Los mercados privados amplían ese conjunto cuando la estructura, la selección y la prima de iliquidez compensan la menor flexibilidad.

Distintas fuentes de retorno. Distintas formas de contribuir al objetivo

Rentabilidades históricas anualizadas a 5, 10 y 20 años.

Por debajo del 6,0% ■ Entre 6,0% y 7,0% ■ Por encima del 7,0%

MERCADOS PÚBLICOS • RETORNO TOTAL ANUALIZADO	FUENTE PRINCIPAL DEL RETORNO	INVERSOR EUR 5 AÑOS	INVERSOR EUR 10 AÑOS	INVERSOR EUR 20 AÑOS	INVERSOR USD 5 AÑOS	INVERSOR USD 10 AÑOS	INVERSOR USD 20 AÑOS
RENTA							
BONOS SOBERANOS	Tipo base • Duración	-2,38%	-0,30%	2,74%	0,99%	1,48%	2,59%
GRADO DE INVERSIÓN	Tipo base • Crédito • Duración	-1,50%	0,55%	2,92%	-0,09%	2,34%	4,03%
CRECIMIENTO COTIZADO							
ALTO RENDIMIENTO	Cupón • Crédito • Recuperación	2,71%	3,53%	5,86%	3,70%	5,04%	6,31%
RENTA VARIABLE GLOBAL	Beneficios • Dividendos • Valoración	10,86%	12,20%	8,72%	10,09%	12,38%	7,99%
ESTADOS UNIDOS	Beneficios • Productividad • Valoración	12,38%	14,66%	11,09%	12,05%	15,44%	10,98%
DIVERSIFICACIÓN							
EUROPA	Beneficios • Dividendos • Valoración	9,37%	9,36%	5,76%	8,59%	9,56%	5,06%
MERCADOS EMERGENTES	Beneficios • Crecimiento • Divisa	7,66%	7,97%	6,50%	6,91%	8,15%	5,79%
ORO	Tipos reales • Divisa • Demanda de reserva	17,59%	11,55%	10,45%	16,77%	11,73%	9,71%

MERCADOS PRIVADOS • BENCHMARK EN MONEDA BASE USD Bloomberg Private Markets		REFERENCIA USD		
CAPITAL PRIVADO	Crecimiento • Margen • Desapalancamiento • Valoración	6,75%	12,88%	9,61%
CRÉDITO PRIVADO	Tipo base • Crédito • Originación • Recuperación	6,58%	7,54%	7,19%
INMOBILIARIO	Renta • Ocupación • Revalorización • Apalancamiento	1,63%	4,67%	4,33%
ACTIVOS REALES PRIVADOS	Utilización • Contratos • Inflación • Crecimiento	11,09%	7,20%	7,37%

NO BUSCAMOS EL ACTIVO QUE MÁS HA RENTADO

Buscamos combinar motores de retorno que no necesiten funcionar al mismo tiempo.

Fuentes: Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026. Rentabilidades históricas con fines ilustrativos. No representan expectativas de rentabilidad futura ni permiten determinar qué activos alcanzarán el umbral indicado. Metodología: Rentabilidad anualizada a 5, 10 y 20 años hasta 30-oct-2026 para mercados públicos. Mercados privados: último cierre trimestral disponible (junio 2026). EUR representa rentabilidad en euros según las series/conversiones utilizadas (renta variable global y emergentes: series USD convertidas a EUR); USD, rentabilidad en dólares. Las diferencias metodológicas entre índices públicos y privados limitan su comparabilidad directa. Índices utilizados de Bloomberg para inversor USD y EUR: SPXT, M1EU, M1EF, M1WD, LF98TRUU, LUACTRUU, LT08TRUU, SPTRNE, M7EU, LP01TREU, LEC7TREU, LET7TREU, XAU. Índices utilizados de Bloomberg para mercados privados: PEBUY, PEDEBT, PERE y PERAS

LECTURA MFO

Superar el umbral patrimonial exige crecimiento, pero no que cada activo lo supere individualmente. La arquitectura combina distintos motores de retorno para reducir la dependencia de un único escenario y aumentar la capacidad de mantener la estrategia.

7.5. MUCHOS ACTIVOS PUEDEN ESCONDER EL MISMO RIESGO

La diversificación no depende del número de posiciones, sino de que sus fuentes de retorno respondan de forma diferente a los mismos shocks. Vehículos distintos pueden compartir crecimiento, tipos, liquidez, divisa o coste del capital y crear concentraciones económicas que una distribución tradicional por clases de activo no permite ver.

Por eso analizamos el patrimonio desde sus dependencias económicas. El objetivo no es maximizar el número de exposiciones, sino evitar que demasiadas posiciones necesiten el mismo escenario para funcionar. La diversificación empieza cuando las fuentes de retorno responden de forma diferente ante un cambio de régimen.

VEHÍCULOS DISTINTOS. RIESGO COMÚN.

RENTA VARIABLE DE CRECIMIENTO
CAPITAL RIESGO
CENTRO DE DATOS
CRÉDITO PRIVADO TECNOLÓGICO

4 VEHÍCULOS ≠ 4 RIESGOS

DEPENDENCIAS COMUNES

IA / INVERSIÓN | CRECIMIENTO EE. UU.
COSTE DEL CAPITAL | DÓLAR

¿De qué depende realmente el patrimonio?

● Exposición ●● Dependencia relevante ●●● Dependencia elevada

	Crecimiento	Coste del capital	Inflación	Liquidez	Geopolítica
RENTA VARIABLE	●●●	●●	●	●	●
CRÉDITO	●●	●●●	●	●●	●
DEUDA SOBERANA	●	●●●	●●●	●	●
ORO	●	●●	●●	●	●●●
ACTIVOS REALES	●●	●●	●●●	●●	●
CAPITAL PRIVADO	●●●	●●●	●	●●●	●
CRÉDITO PRIVADO	●●	●●●	●	●●●	●
INMOBILIARIO	●●	●●●	●●	●●	●

EL RÉGIMEN IMPORTA

La protección depende del origen del shock

01 SHOCK RECESIVO
FAVORECE
Duración • Calidad
PENALIZA
Cíclicos • Crédito menor calidad

02 SHOCK INFLACIONARIO
FAVORECE
Oro • Activos reales
PENALIZA
Duración nominal

03 CRISIS DE LIQUIDEZ
FAVORECE
Caja • Activos líquidos
PENALIZA
Ilíquidos • Apalancados

04 SHOCK FISCAL / GEOPOLÍTICO
FAVORECE
Oro • Determinadas materias primas
PENALIZA
Duración soberana vulnerable • Divisa expuesta

Fuente: Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026. Mapa conceptual de sensibilidades económicas; no representa correlaciones estadísticas, betas, previsiones ni recomendaciones.

LECTURA MFO

La diversificación no se mide por cuántos activos tenemos, sino por cuántos riesgos independientes estamos asumiendo. Construimos el patrimonio para evitar que crecimiento, renta, protección y liquidez necesiten el mismo escenario para funcionar.

7.6. LA ASIGNACIÓN ESTRATÉGICA NO EMPIEZA EN LOS MERCADOS. EMPIEZA EN LA FAMILIA

Una asignación estratégica (SAA) robusta no empieza por decidir qué activos comprar. Empieza por definir qué debe conseguir el patrimonio, qué riesgos ya existen y cuáles puede mantener la familia. La política de inversión (IPS) traduce objetivos, necesidades, horizonte, liquidez, restricciones y gobernanza en reglas de inversión coherentes a lo largo del tiempo.

La asignación estratégica es la expresión financiera de esa política: distribuye el capital entre crecimiento, renta, protección y liquidez. La implementación puede cambiar con los mercados; la arquitectura solo debería hacerlo cuando cambian las circunstancias o los objetivos de la familia.

01. REALIDAD DE LA FAMILIA

¿Qué necesita financiar y qué riesgos ya tiene?

NECESIDADES
Nivel de vida • Nuevas generaciones • Educación • Filantropía • Proyectos familiares • Continuidad empresarial

PATRIMONIO
Empresa familiar • Cartera financiera • Inmobiliario • Mercados privados • Deuda • Compromisos • Liquidez

02. POLÍTICA DE INVERSIÓN (IPS)

A. QUÉ DEBE CONSEGUIR
OBJETIVOS + UMBRAL
¿Qué debe financiar y cuánto necesita generar?
- Preservación real
- Crecimiento
- Renta
- Legado
- Umbral de continuidad

B. QUÉ PUEDE MANTENER
HORIZONTE + LIQUIDEZ
¿Cuánto tiempo puede mantener el riesgo sin vender bajo presión?
- Necesidades
- Compromisos
- Reservas
- Horizonte real

C. QUÉ LIMITA LA DECISIÓN
RIESGO + RESTRICCIONES
¿Qué no puede permitirse la familia?
- Pérdida
- Iliquidez
- Fiscalidad
- Divisas
- Concentraciones

D. CÓMO SE GOBIERNA
GOBERNANZA + REVISIÓN
¿Quién decide y qué nos haría cambiar?
- Roles
- Delegación
- Rebalanceo
- Condiciones de cambio

03. ASIGNACIÓN ESTRATÉGICA (SAA)

CRECIMIENTO
Superar el umbral y ampliar capacidad económica.

RENTA
Financiar el tiempo y aportar rentabilidad corriente.

PROTECCIÓN
Reducir dependencia de un único escenario.

LIQUIDEZ
Financiar necesidades y preservar capacidad de decisión.

04. IMPLEMENTACIÓN

ELIGE EL VEHÍCULO
PÚBLICO / PRIVADO • ACTIVO / PASIVO
DIRECTO / FONDOS • DIVISA / COBERTURA

PRIMERO DEFINIMOS LA FUNCIÓN. DESPUÉS ELEGIMOS EL VEHÍCULO.

05. REVISIÓN

REBALANCEAMOS CUANDO CAMBIAN:
Mercados • Valoraciones • Pesos • Oportunidades

REVISAMOS EL IPS CUANDO CAMBIAN:
Familia • Necesidades • Patrimonio • Gobernanza

UNA CARTERA CAMBIA CON LOS MERCADOS. UNA POLÍTICA CAMBIA CON LA FAMILIA.

Fuente: Elaboración Beyond Wealth. Noviembre de 2026. SAA: Strategic Asset Allocation. IPS: Investment Policy Statement.

LECTURA MFO

El IPS define qué necesita conseguir el patrimonio y qué riesgos puede mantener. La SAA convierte esas reglas en funciones de inversión; la implementación decide cómo capturarlas. El mercado puede cambiar la cartera. La familia cambia la política.

EL OBJETIVO NO
ES ACERTAR EL FUTURO.

ES CONSERVAR
LA CAPACIDAD DE DECIDIR
CUANDO SEA DISTINTO
DE LO ESPERADO.

"

El capital tiene precio.

La inversión debe demostrar productividad.

El riesgo debe estar remunerado.

La iliquidez debe ganarse su sitio.

Y el patrimonio debe conservar suficiente autonomía para mantener la estrategia cuando el escenario cambie.

8. CONCLUSIONES

Diez convicciones para invertir en un mundo más exigente.



"

El escenario central
sigue siendo constructivo.
La diferencia está en cuánto exigimos
al capital antes de asumir riesgo.

01. CRECIMIENTO

EL CRECIMIENTO CONTINÚA. EL MARGEN PARA EQUIVOCARSE ES MENOR.

El escenario central no es de recesión. Más deuda, financiación más cara y menor libertad fiscal y monetaria elevan el coste de una desviación.

02. CAPITAL

INVERTIR MÁS NO GARANTIZA CREAR MÁS VALOR.

IA, energía, defensa, infraestructura y automatización necesitan capital. La prueba es convertirlo en capacidad utilizada, productividad y caja.

03. PRODUCTIVIDAD

CUANDO EL TRABAJO CRECE MENOS, LA PRODUCTIVIDAD POR TRABAJADOR DEBE AUMENTAR.

Demografía, automatización, capital digital, infraestructura y formación elevan la importancia del capital por trabajador.

04. POLÍTICA ECONÓMICA

BAJAR LOS TIPOS NO SIGNIFICA VOLVER AL DINERO BARATO.

Déficit, emisión, inflación y prima de plazo pueden mantener elevado el coste del capital incluso cuando los bancos centrales relajen su política.

05. INTELIGENCIA ARTIFICIAL

UNA GRAN TECNOLOGÍA NO GARANTIZA UNA GRAN INVERSIÓN.

La IA ya ha demostrado capacidad y demanda. Ahora debe demostrar utilización, productividad, caja y retorno sobre el capital.

06. ESCASEZ

CUANDO LA INTELIGENCIA SE HACE ABUNDANTE, EL VALOR SE PUEDE DESPLAZAR HACIA LO ESCASO.

Distribución, datos propios, procesos, confianza, energía e infraestructura pueden capturar una parte creciente del valor.

07. MERCADOS PRIVADOS

LA ILIQUIDEZ NO ES UNA FUENTE DE RETORNO POR SÍ SOLA.

Debe comprar una ventaja identificable: control, protección, escasez, acceso o precio.

08. SELECCIÓN

ELEGIR AL GESTOR IMPORTA. PERSEGUIR AL GANADOR ANTERIOR NO BASTA.

La dispersión justifica seleccionar; la persistencia imperfecta obliga a entender qué capacidad produjo el resultado.

09. MERCADOS

TENER RAZÓN SOBRE EL ESCENARIO NO GARANTIZA OBTENER RETORNO.

Fundamentales, expectativas y precio de partida determinan cuánto retorno queda.

10. PATRIMONIO

UNA CARTERA DIVERSIFICADA NO GARANTIZA UN PATRIMONIO DIVERSIFICADO.

Empresa, inmobiliario, mercados privados, deuda, compromisos y cartera financiera deben analizarse como un único balance.

BIBLIOGRAFÍA EDITORIAL Y REGISTRO DE FUENTES

Macroeconomía, demografía y estadísticas oficiales

Bank of Japan / Statistics Bureau Japan. Official statistics (2026). Disponible en: https://www.boj.or.jp/en/.

BIS. Annual Economic Report 2026 (2026). Disponible en: https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2026e.htm.

ECB. Statistical Data Warehouse / Economic Bulletin (2026). Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/.

Eurostat. Population, labour, inflation and national accounts (2026). Disponible en: https://ec.europa.eu/eurostat.

Federal Reserve / FRED. Macroeconomic and market series (2026). Disponible en: https://fred.stlouisfed.org/.

IMF. Fiscal Monitor / World Economic Outlook 2026 (2026). Disponible en: https://www.imf.org/en/Publications/FM.

OECD. Economic Outlook 2026 (2026). Disponible en: https://www.oecd.org/economic-outlook/.

OECD. Productivity Statistics / Economic Outlook (2026). Disponible en: https://www.oecd.org/en/topics/productivity.html.

U.S. Treasury / FRED / ICE BofA. Yield curves and bond index series (Histórico–2026). Disponible en: https://fred.stlouisfed.org/.

U.S. Treasury / FRED. Treasury yields, term premium and federal debt series (2026). Disponible en: https://fred.stlouisfed.org/.

United Nations. World Population Prospects 2024 / updates (2024–26). Disponible en: https://population.un.org/wpp/.

World Bank. Global Economic Prospects / World Development Indicators (2026). Disponible en: https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects.

Inteligencia artificial y fuentes corporativas

Alphabet. 2026 earnings / Investor Relations (2026). Disponible en: https://abc.xyz/investor/.

Amazon. 2026 earnings / Investor Relations (2026). Disponible en: https://ir.aboutamazon.com/.

Company Investor Relations. Earnings, annual reports and presentations (2025–26).

Deutsche Bank. Technology / AI disclosures (2025–26). Disponible en: https://www.db.com/what-we-do/technology.

DHL Group. Investor presentations / AI use cases (2026). Disponible en: https://group.dhl.com/en/investors.html.

J.P. Morgan Chase. Annual Report / AI disclosures (2026). Disponible en: https://www.jpmorganchase.com/ir.

Mercedes-Benz. PLM.AI / digital engineering corporate materials (2025–26). Disponible en: https://group.mercedes-benz.com/.

Meta. 2026 earnings / Investor Relations (2026). Disponible en: https://investor.atmeta.com/.

Microsoft. Annual Report / Earnings / Investor Relations FY2026 (2026). Disponible en: https://www.microsoft.com/en-us/Investor.

NVIDIA. Investor Relations / earnings 2026 (2026). Disponible en: https://investor.nvidia.com/.

Schneider Electric. AI / building efficiency research and corporate materials (2025–26). Disponible en: https://www.se.com/ww/en/.

SEC / company filings. 10-K, 10-Q, S-1 and prospectuses (2025–26). Disponible en: https://www.sec.gov/edgar/search/.

Mercados privados e inmobiliario

Bain & Company. Global Private Equity Report 2026 (2026). Disponible en: https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/.

BlackRock Investment Institute. 2026 Private Markets Outlook (2026). Disponible en: https://www.blackrock.com/institutions/en-global/institutional-insights/thought-leadership/private-markets-outlook.

BlackRock. Private Markets Outlook 2026 (2026). Disponible en: https://www.blackrock.com/institutions/en-global/institutional-insights/thought-leadership/private-markets-outlook.

Cambridge Associates. Private investment benchmarks (2026). Disponible en: https://www.cambridgeassociates.com/insight/benchmarks/

CBRE España. Market Outlook España / Investment Figures / Hotels / Logistics (2026). Disponible en: https://www.cbre.es/insights.

CBRE. U.S. / European / Spain Real Estate Outlooks 2026 (2026). Disponible en: https://www.cbre.com/insights.

Jefferies. Global Secondary Market Review 2025 / July 2026 (2026). Disponible en: https://www.jefferies.com/insights/.

KKR. 2026 Outlook / Mid-Year Outlook / Infrastructure Outlook (2026). Disponible en: https://www.kkr.com/insights/outlook.

Lazard. Interim 2026 Secondary Market Report (2026). Disponible en: https://www.lazard.com/research-insights/.

McKinsey & Company. Global Private Markets Report 2026 (2026). Disponible en: https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/global-private-markets-report.

McKinsey & Company. Global Private Markets Report 2026 — Private Equity (2026). Disponible en: https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/global-private-markets-report/private-equity.

McKinsey Global Institute. The economic potential of generative AI / AI reports (2023–26). Disponible en: https://www.mckinsey.com/capabilities/quantumblack/our-insights.

MSCI Private Capital / Burgiss. Private capital performance & manager dispersion (2026). Disponible en: https://www.msci.com/private-capital.

Preqin. Private capital data (2026). Disponible en: https://www.preqin.com/

Mercados, asignación de activos y perspectivas de inversión

BlackRock. Fixed Income Outlook Q4 2026 / Global Investment Outlook (2026). Disponible en: https://www.blackrock.com/corporate/insights/blackrock-investment-institute.

FactSet / LSEG IBES / Bloomberg. Market data and consensus (2026).

J.P. Morgan AM. 2027 Long-Term Capital Market Assumptions (2026). Disponible en: https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/institutional/insights/portfolio-insights/ltcma/.

J.P. Morgan AM. A brighter productivity outlook for the AI era (2026). Disponible en: https://am.jpmorgan.com/it/en/asset-management/institutional/insights/portfolio-insights/ltcma/a-brighter-productivity-outlook-for-the-ai-era/.

J.P. Morgan AM. Guide to the Markets 4Q26 (2026). Disponible en: https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/institutional/insights/market-insights/guide-to-the-markets/.

J.P. Morgan Global Research. Gold / bond market research 2026 (2026). Disponible en: https://www.jpmorgan.com/insights/global-research.

UBS CIO / UBS Global Wealth Management. House View, Equity & Commodity research (sept.–oct. 2026) (2026). Disponible en: https://www.ubs.com/global/en/wealthmanagement/insights.html.

UBS CIO. Equity outlook / broaden equity exposure / resilient earnings (2026). Disponible en: https://www.ubs.com/global/en/wealthmanagement/insights.html.

UBS GWM. Commodity research October 2026 (2026). Disponible en: https://www.ubs.com/global/en/wealthmanagement/insights.html.

Otras referencias institucionales

BCG. AI Radar / AI value creation research (2025–26). Disponible en: https://www.bcg.com/capabilities/artificial-intelligence.

GLOSARIO BEYOND WEALTH 2027

A. ECONOMÍA Y POLÍTICA MONETARIA

BCE
Banco Central Europeo. Institución responsable de la política monetaria de la zona euro.

Coste de capital
Rentabilidad mínima exigida por quienes financian una empresa, activo o proyecto mediante deuda o capital.

Crecimiento potencial
Ritmo al que una economía puede crecer de forma sostenible sin generar desequilibrios inflacionistas significativos.

Déficit fiscal
Diferencia negativa entre los ingresos y los gastos de un Estado durante un periodo.

Desinflación
Proceso de reducción de la tasa de inflación. Los precios continúan aumentando, pero a menor ritmo.

Deuda pública
Conjunto de obligaciones financieras acumuladas por un Estado.

Fed
Reserva Federal de Estados Unidos. Banco central responsable de la política monetaria estadounidense.

Inflación subyacente
Medida de inflación que excluye habitualmente energía y alimentos por su mayor volatilidad.

PMI (Purchasing Managers' Index)
Indicador de actividad empresarial basado en encuestas a gestores de compras. Generalmente, valores superiores a 50 indican expansión y valores inferiores a 50, contracción.

Prima de plazo (term premium)
Compensación adicional exigida por mantener deuda a largo plazo frente a invertir sucesivamente a vencimientos más cortos.

Productividad
Cantidad de producción generada por cada unidad de trabajo o capital utilizada.

Shock de oferta
Alteración de la capacidad o del coste de producir bienes y servicios, provocada por factores como energía, trabajo, comercio o disponibilidad de capacidad.

Tipo real
Tipo de interés nominal ajustado por la inflación esperada o realizada, según el contexto.

B. MERCADOS, VALORACIÓN Y CRÉDITO

Alto Rendimiento (High Yield, HY)
Deuda con calificación inferior a Grado de Inversión, que ofrece normalmente mayor rentabilidad a cambio de un mayor riesgo de crédito.

Asimetría
Relación entre el retorno potencial de una inversión si la tesis se cumple y la pérdida potencial si resulta incorrecta.

Beneficio por acción (BPA / EPS)
Beneficio neto atribuible a cada acción de una compañía.

Breakeven de inflación
Inflación implícita obtenida de la diferencia entre la rentabilidad de bonos nominales y bonos ligados a inflación de vencimiento comparable.

Carry / rentabilidad corriente
Retorno generado por mantener una inversión, principalmente mediante intereses, cupones o rentas, antes de considerar movimientos de precio.

Convexidad
Medida de cómo cambia la sensibilidad del precio de un bono cuando varían los tipos de interés.

Cupón
Interés periódico pagado por un bono o instrumento de deuda.

Default / impago
Incumplimiento de las obligaciones financieras contractuales de un emisor o prestatario.

Diferencial de crédito (spread)
Rentabilidad adicional que ofrece una deuda frente a una referencia de menor riesgo para compensar riesgo de crédito, liquidez y otros factores.

Duración
Medida de la sensibilidad aproximada del precio de un bono ante variaciones de los tipos de interés. A mayor duración, mayor sensibilidad.

Earnings yield / rentabilidad de beneficios
Beneficio por acción dividido entre el precio de la acción. Es el inverso del PER.

Flujo de caja libre (FCF)
Efectivo generado por una empresa después de cubrir las inversiones necesarias para mantener y desarrollar su actividad.

Grado de Inversión (Investment Grade, IG)
Deuda de mayor calidad crediticia, generalmente con calificación BBB−/Baa3 o superior.

OAS (Option-Adjusted Spread)
Diferencial de rentabilidad de un bono frente a una referencia ajustado por el efecto de las opciones incorporadas al instrumento.

P/B (Price-to-Book)
Relación entre el precio de mercado de una compañía y su valor contable.

PER (Price-to-Earnings Ratio)
Relación entre el precio de una acción o índice y sus beneficios por acción.

Pérdida dado el impago (LGD)
Porcentaje de la exposición que finalmente se pierde después de un impago, una vez consideradas las recuperaciones.

Prima de riesgo
Rentabilidad adicional exigida por un inversor para asumir un riesgo respecto a una referencia considerada de menor riesgo.

Refinanciación
Sustitución o renovación de una deuda existente por nueva financiación, potencialmente con distinto coste, plazo o condiciones.

Rentabilidad sobre capital invertido (ROIC)
Rentabilidad operativa generada por una empresa respecto al capital empleado en su actividad.

Rentabilidad sobre recursos propios (ROE)
Beneficio generado por una empresa respecto al patrimonio contable de sus accionistas.

Revisión de beneficios
Cambio en las estimaciones de beneficios futuros de una empresa, sector o mercado.

Roll-down
Retorno potencial generado por el desplazamiento de un bono hacia vencimientos más cortos a medida que transcurre el tiempo.

Tasa de recuperación (recovery)
Porcentaje de la exposición que los acreedores recuperan después de un impago.

Yield / rentabilidad a vencimiento
Rentabilidad anualizada implícita de un bono si se mantiene hasta vencimiento bajo determinados supuestos sobre pagos y reinversión.

Yield to Worst (YTW)
Menor rentabilidad potencial de un bono entre los escenarios contractualmente posibles de amortización o vencimiento, sin asumir un impago.

C. TECNOLOGÍA E INTELIGENCIA ARTIFICIAL

Agente de IA
Sistema de inteligencia artificial capaz de ejecutar de forma relativamente autónoma una secuencia de tareas orientadas a un objetivo.

Capex
Inversión destinada a adquirir, ampliar o mejorar activos de largo plazo, como instalaciones, maquinaria, centros de datos, redes o equipamiento.

Cómputo
Capacidad de procesamiento utilizada para entrenar y ejecutar modelos de inteligencia artificial.

Economía unitaria
Relación entre los ingresos y costes asociados a una unidad de producto, cliente, transacción o servicio.

Efecto Jevons
Situación en la que una mejora de eficiencia y una reducción del coste de utilización provocan un aumento del consumo total de un recurso.

Entrenamiento
Proceso mediante el cual un modelo de inteligencia artificial aprende patrones a partir de grandes cantidades de datos.

GPU (Graphics Processing Unit)
Procesador especializado en operaciones paralelas, ampliamente utilizado para el entrenamiento y ejecución de modelos de inteligencia artificial.

Hiperescalador
Gran proveedor tecnológico que opera infraestructura de computación y servicios de nube a muy gran escala.

Inferencia
Utilización de un modelo de inteligencia artificial ya entrenado para generar una respuesta, predicción o acción.

Pricing power / capacidad de fijación de precios
Capacidad de una empresa para mantener o elevar precios sin provocar una pérdida desproporcionada de demanda.

Token
Unidad básica de información procesada por un modelo de lenguaje y utilizada habitualmente para medir su consumo y coste.

D. MERCADOS PRIVADOS

Asset-Backed Finance (ABF)
Financiación respaldada por activos o flujos identificables que actúan como fuente de pago o garantía.

Buyout
Adquisición de una participación de control en una compañía, normalmente combinando capital propio y deuda y con participación activa en su gestión.

Capital comprometido
Importe que un inversor se obliga a aportar a un fondo privado cuando el gestor lo solicite.

Capital pendiente de invertir (dry powder)
Capital comprometido con fondos privados que todavía no ha sido desplegado en inversiones.

Carve-out
Separación y adquisición de una división, filial o actividad que anteriormente formaba parte de una empresa mayor.

Coinversión
Inversión directa en una compañía o activo realizada junto al gestor de un fondo, habitualmente fuera del vehículo principal.

Descuento sobre NAV
Diferencia negativa entre el precio pagado por una participación o cartera y su valor liquidativo declarado.

DPI (Distributed to Paid-In)
Capital distribuido por un fondo a sus inversores dividido entre el capital aportado. Mide cuánto capital ha vuelto efectivamente al inversor.

GP (General Partner)
Entidad responsable de gestionar un fondo privado y tomar sus decisiones de inversión.

Growth Equity / capital de crecimiento
Inversión en compañías en expansión, generalmente con modelos de negocio ya desarrollados y menor utilización de deuda que en una operación de buyout.

Iliquidez
Dificultad para convertir un activo en efectivo con rapidez y sin una pérdida significativa de valor.

J-Curve / curva J
Patrón habitual de los fondos privados en el que los retornos iniciales pueden ser negativos antes de mejorar a medida que las inversiones maduran y se realizan.

Llamada de capital (capital call)
Solicitud realizada por un fondo para que sus inversores desembolsen una parte del capital previamente comprometido.

LP (Limited Partner)
Inversor que aporta capital a un fondo privado sin asumir su gestión ordinaria.

NAV (Net Asset Value) / valor liquidativo
Valor estimado de los activos de un fondo menos sus pasivos. En mercados privados no equivale necesariamente al efectivo realizable inmediatamente.

NOI (Net Operating Income) / resultado operativo neto
Ingresos generados por un activo inmobiliario menos sus gastos operativos, antes de financiación e impuestos.

Originación
Proceso mediante el cual un gestor identifica, negocia y estructura directamente una oportunidad de inversión o financiación.

Pacing / ritmo de compromisos
Calendario y velocidad con los que un inversor realiza nuevos compromisos en mercados privados a través de distintas añadas.

Periodo de tenencia (holding period)
Tiempo durante el cual una inversión permanece en cartera antes de su realización.

Primario
Compromiso realizado directamente a un nuevo fondo privado durante su proceso de captación de capital.

Private Credit / crédito privado
Financiación mediante deuda negociada fuera de los mercados públicos, habitualmente originada directamente por fondos u otros inversores institucionales.

Private Equity / capital privado
Inversión en compañías no cotizadas con el objetivo de generar valor mediante crecimiento, mejora operativa, estructura financiera y posterior realización.

Q1 / primer cuartil
25% de fondos con mejores resultados dentro de una muestra comparable.

Secundario
Compra de participaciones existentes en fondos o carteras privadas a otro inversor, en lugar de realizar un compromiso inicial a un nuevo fondo.

Seniority / prelación
Prioridad contractual de un acreedor para recibir pagos o recuperar capital frente a otros financiadores.

TIR (IRR)
Tasa interna de retorno. Rentabilidad anualizada que tiene en cuenta el importe y el momento de los flujos de caja de una inversión.

TVPI (Total Value to Paid-In)
Valor total de un fondo —capital distribuido más valor residual— dividido entre el capital aportado.

Valor no realizado
Valor estimado de inversiones que permanecen en cartera y todavía no han sido vendidas.

Valor realizado
Valor convertido efectivamente en efectivo mediante ventas, amortizaciones u otras operaciones.

Venture Capital (VC) / capital riesgo
Inversión en compañías jóvenes o en etapas tempranas con elevado potencial de crecimiento y elevado riesgo.

Vintage / añada
Año en el que un fondo inicia su periodo de inversión o realiza sus primeras inversiones. Permite comparar fondos expuestos a condiciones de mercado similares.

E. CARTERA Y PATRIMONIO

Activos de crecimiento
Inversiones cuya principal función es aumentar el valor del capital a largo plazo, como renta variable o determinadas estrategias de mercados privados.

Activos de flujo
Inversiones cuyo retorno depende principalmente de cupones, intereses, dividendos o rentas.

Asignación estratégica de activos (SAA)
Distribución de largo plazo del patrimonio entre distintas fuentes de riesgo y retorno en función de objetivos, horizonte, liquidez y capacidad para asumir pérdidas.

Asignación táctica de activos (TAA)
Ajustes temporales respecto a la asignación estratégica ante cambios en valoración, fundamentales, riesgo o asimetría.

Autonomía patrimonial
Horizonte durante el cual un patrimonio puede financiar sus necesidades, obligaciones y compromisos sin verse obligado a vender activos estratégicos bajo presión.

Capital paciente
Capital cuyo horizonte y condiciones de liquidez permiten mantener una inversión durante el tiempo necesario para que se desarrolle su tesis.

Concentración no deseada
Acumulación de inversiones aparentemente diferentes que dependen de una misma fuente de riesgo económico.

Diversificación económica
Combinación de inversiones cuyos retornos dependen de motores económicos diferentes, y no simplemente de vehículos o clases de activo distintas.

Liquidez
Capacidad de convertir un activo en efectivo con rapidez y sin una pérdida significativa de valor.

Opcionalidad
Valor de conservar capacidad para actuar posteriormente ante cambios de precios, oportunidades, necesidades o evidencia.

Opcionalidad patrimonial
Capacidad del patrimonio para adaptarse, rebalancear o aprovechar oportunidades sin comprometer sus objetivos de largo plazo.

Presupuesto de iliquidez
Cantidad de iliquidez que un patrimonio puede asumir sin comprometer sus necesidades de liquidez, obligaciones futuras y capacidad de actuar.

Rebalanceo
Ajuste de las posiciones de una cartera para recuperar la exposición deseada o aprovechar cambios en precios y riesgos.

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 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

Equipo Global

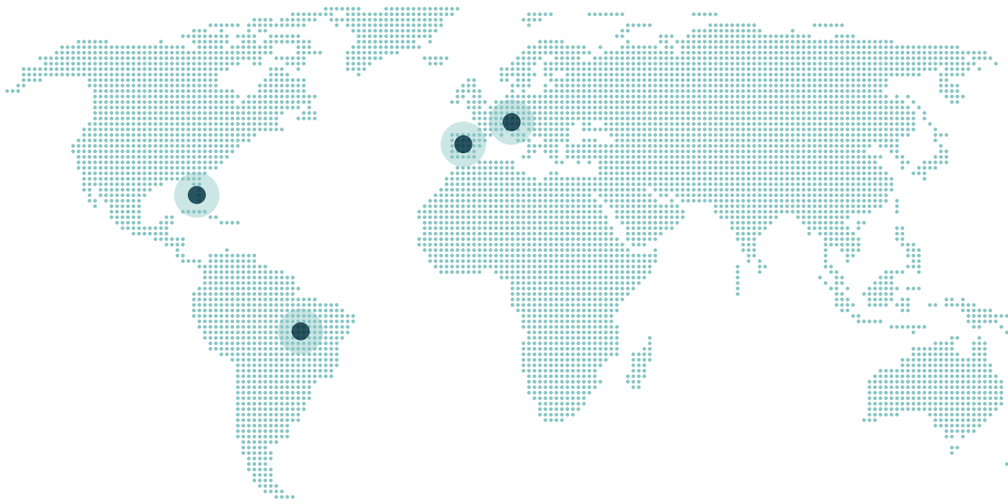
Carmen Gutiérrez Smith
Global Head of Beyond Wealth

Iván Dolz de Espejo Labrador
Global Deputy Head of Beyond Wealth

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

Paula Toledano Cort
Wealth Planning and Philanthropy Global Family

Jacobo Sanmartín Grande
Associate



Todos los datos de este informe de mercado están recopilados a 13 de noviembre de 2026

Beyond Wealth