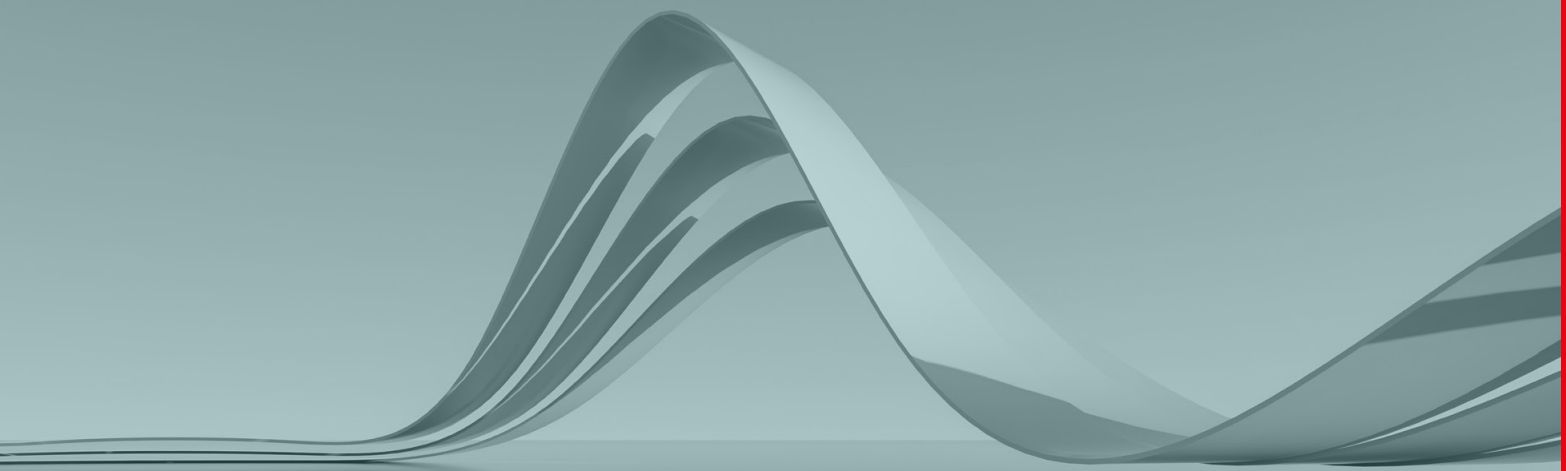
Santander Private Banking



INFORME GLOBAL DE MERCADO 2027

EL TEST DEL CAPITAL

El Test del Capital



Alfonso Castillo Lapetra
Global Head
Santander Private Banking

Estimado cliente,

La innovación está pasando de la promesa a una implantación generalizada. La inteligencia artificial, los nuevos sistemas energéticos, las infraestructuras digitales y la búsqueda de una mayor resiliencia estratégica están empezando a transformar la forma en que crecen las economías y en que invierten las empresas.

Materializar esta transformación exigirá una cantidad extraordinaria de capital. Los centros de datos necesitan energía y redes; la transición energética requiere capacidad de generación, almacenamiento y redes eléctricas más modernas. Gobiernos y empresas también están invirtiendo en defensa, infraestructuras y cadenas de suministro más resilientes. Todas estas prioridades avanzan al mismo tiempo y compiten por el ahorro disponible.

Esta es la idea central de nuestro Informe Global de Mercado 2027, «*El Test del Capital*», y la pregunta que articula todo el informe: ¿puede el capital seguir financiando el futuro?

Nuestra visión es constructiva. La inversión, la innovación y las mejoras de productividad pueden sostener el crecimiento económico. Sin embargo, las condiciones de financiación serán más exigentes. La financiación sigue fluyendo, aunque los inversores serán cada vez más selectivos al decidir dónde comprometer su capital y qué rentabilidad esperan obtener.

El reciente episodio de volatilidad refuerza este mensaje. Las grandes tendencias de inversión pueden generar un valor económico considerable, pero la rentabilidad dependerá cada vez más del precio pagado, de la solidez de los flujos de caja subyacentes y de la disciplina con la que se asigne el capital. Para los inversores, esto refuerza la importancia de una selección cuidadosa, una adecuada diversificación y una perspectiva de largo plazo.

El ciclo continúa. El margen de error se estrecha. Por eso, invertir en esta nueva fase exigirá más disciplina en la asignación del capital, más atención a la calidad y una mayor selectividad. Nuestro compromiso es ayudarle a aprovechar las oportunidades que ofrece este nuevo ciclo, manteniendo su cartera alineada con sus objetivos y preparada para afrontar sus riesgos.

Atentamente,



Índice

00 Introducción

Página 4
Del *boom* tecnológico al ciclo del capital

Página 5
Un ciclo económico sólido que requiere más capital

Página 6
Cuatro fuerzas elevan el umbral de rentabilidad del capital

01 Mundo multipolar

Página 7
¿Puede el crecimiento resistir las tensiones geopolíticas?

Página 8
La fragmentación está redefiniendo el coste y la asignación del capital

Página 9
La inseguridad energética añade una prima de inflación al coste del capital

Página 10
Los desequilibrios comerciales se convierten en una fuente de fricción geopolítica

Página 11
Los gobiernos afrontan una factura creciente por seguridad y deuda

Página 12
Los desequilibrios globales están redefiniendo los flujos de capital

Página 13
El aumento del riesgo de inflación apunta a un endurecimiento monetario moderado

02 Equilibrio macro

Página 14
¿Cuál es el nuevo equilibrio entre crecimiento, inflación y tipos de interés?

Página 15
Los tipos de interés más altos ponen a prueba el ciclo de inversión

Página 16
La IA se está convirtiendo en un ciclo de inversión física

Página 17
El ciclo de inversión sostiene el crecimiento más allá de EE. UU.

Página 18
La IA transforma las tareas más deprisa que el empleo

Página 19
La inflación se modera, pero se estrecha la senda hacia el objetivo

Página 20
El nuevo equilibrio implica un mayor coste del capital

Página 21
Proyecciones macroeconómicas 2027

03 Competencia por el capital

Página 22
¿Pueden los mercados absorber una mayor demanda de capital?

Página 23
Financiar un mundo más intensivo en capital

Página 24
Los mercados de bonos imponen disciplina crediticia

Página 25
Evaluar el riesgo en la cadena de IA

Página 26
Centros de datos: el nuevo crédito detrás de la infraestructura de IA

Página 27
Las OPV abren el siguiente canal de financiación

Página 28
La financiación sigue abierta mientras los mercados exigen más disciplina

04 Valoración vs. fundamentales

Página 29
¿Respaldan los fundamentales las valoraciones actuales?

Página 30
Beneficios excepcionales ante una mayor disciplina de valoración

Página 31
Un *boom* tecnológico respaldado por beneficios, no por múltiplos

Página 32
El ciclo de beneficios de la IA se amplía a otras regiones

Página 33
En busca de los ganadores de productividad de la IA

Página 34
El test del capital eleva el umbral de rentabilidad

05 Implementación en carteras

Página 35
Asignar capital con mayor disciplina

Página 36
Financiar el ciclo del capital con selectividad

Página 37
Elevar el listón de calidad

Página 38
Reconstruir las rentas en un entorno de tipos más altos

Página 39
Diversificar las fuentes de retorno

Del boom tecnológico al ciclo del capital

El año pasado, nuestro Informe Anual analizó el superciclo de la IA. Sostuvimos que la inteligencia artificial era más que una tendencia tecnológica: podía transformar el funcionamiento de las empresas, el crecimiento de las economías y la forma en que los inversores entienden la productividad. La oportunidad era significativa, pero también exigía cautela. Toda transformación tecnológica combina periodos de entusiasmo y experimentación con avances económicos reales. Esa historia no ha terminado: ha entrado en una nueva fase.

La primera etapa del ciclo de la IA se centró en sus posibilidades; la siguiente, en su aplicación. Extender su uso al conjunto de la economía requiere centros de datos, semiconductores, servicios en la nube, electricidad y redes. Una revolución nacida en el *software* está dando paso a un ciclo de inversión cada vez más apoyado en activos físicos.

Pero la IA es sólo una parte de una transformación más amplia. La transición energética requiere generación, redes y almacenamiento. La fragmentación geopolítica impulsa la inversión en defensa, seguridad energética y cadenas de suministro resilientes. El envejecimiento de la población aumenta las necesidades de sanidad, pensiones e infraestructuras sociales. La economía mundial debe financiar todas estas prioridades a la vez.

El hilo conductor es el capital. Como muestra la tabla, las necesidades mundiales de financiación podrían acercarse a 50 billones de euros entre 2026 y 2030. De ellos, unos 30 billones exigirían financiación adicional. Los mayores importes corresponden a la transición energética y la digitalización, pero también abarcan la defensa, las infraestructuras y el envejecimiento de la población.

Las cifras son aproximadas, pero el mensaje es claro. **La próxima fase de crecimiento vendrá determinada menos por la ambición inversora que por la disponibilidad, el coste y la asignación de la financiación.** Al volverse el capital más selectivo, obtener financiación en condiciones sostenibles decidirá qué proyectos y empresas prosperan. Por todo ello, nuestro Informe 2027 pasa del auge tecnológico al ciclo de capital y plantea una pregunta: ¿puede el capital seguir financiando el futuro?

La próxima fase de crecimiento depende de la capacidad de los mercados para financiarla.

Necesidades de financiación global estimadas y déficit por área, 2026–2030
Fuente: The Year Ahead 2027. Santander Research

Área	Necesidades brutas (2026–2030)	Déficit de financiación / movilización adicional
Transición energética	35 bill. €	22–26 bill. €
Digitalización e IA	10 bill. €	€ 2,5–4 bill. €
Envejecimiento poblacional	3,2 bill. €	€ 1,3–3,0 bill. €
Geofragmentación y defensa	4,7 bill. €	2,5–4 bill. €
Ajuste por solapamientos	-1,7 bill. €	-1/-2 bill. €
Total neto	**50 bill. €**	**30 bill. €**

Nota metodológica: las cifras de este artículo son una estimación elaborada a partir de los principales estudios publicados por organismos multilaterales, autoridades públicas, bancos multilaterales y consultoras de referencia, entre ellos la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), las Naciones Unidas (ONU), el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA), la Agencia Internacional de la Energía (AIE), el Banco Central Europeo (BCE), la Comisión Europea, el Banco Mundial, el Instituto Internacional de Estocolmo para la Investigación de la Paz (SIPRI), Climate Policy Initiative (CPI) y McKinsey. Para homogeneizar las cifras, los importes publicados originalmente en dólares estadounidenses se han convertido a euros con un tipo de cambio redondeado de 1 USD = 0,86 EUR, coherente con los tipos de cambio de finales de agosto de 2026. Al tratarse de estimaciones de orden de magnitud, la conversión no pretende ofrecer precisión cambiaria.

Un ciclo económico sólido que requiere más capital

Nuestro punto de partida para el Informe 2027 es constructivo: el ciclo continúa, pero está cambiando. **El crecimiento depende cada vez más de la inversión y exige más capital. Por ello, las condiciones de financiación y la disciplina inversora cobran importancia.**

La cadena de valor de la IA refleja la fortaleza y la evolución de este ciclo. La demanda recorre un **ecosistema conectado,** desde los desarrolladores de modelos y los fabricantes de chips hasta los grandes proveedores de servicios en la nube, los operadores especializados, los centros de datos y las redes eléctricas. Cada eslabón genera ingresos y necesidades de financiación en los demás.

Es una base más sólida que la de un ciclo impulsado principalmente por expectativas. En general, **los beneficios han respaldado hasta ahora al mercado.** Los márgenes sólidos, el empleo resistente y la inversión reflejan la confianza en la demanda futura. Las condiciones financieras siguen favoreciendo la inversión y su financiación. Tampoco observamos un desajuste generalizado entre los precios de los activos y los beneficios que generan.

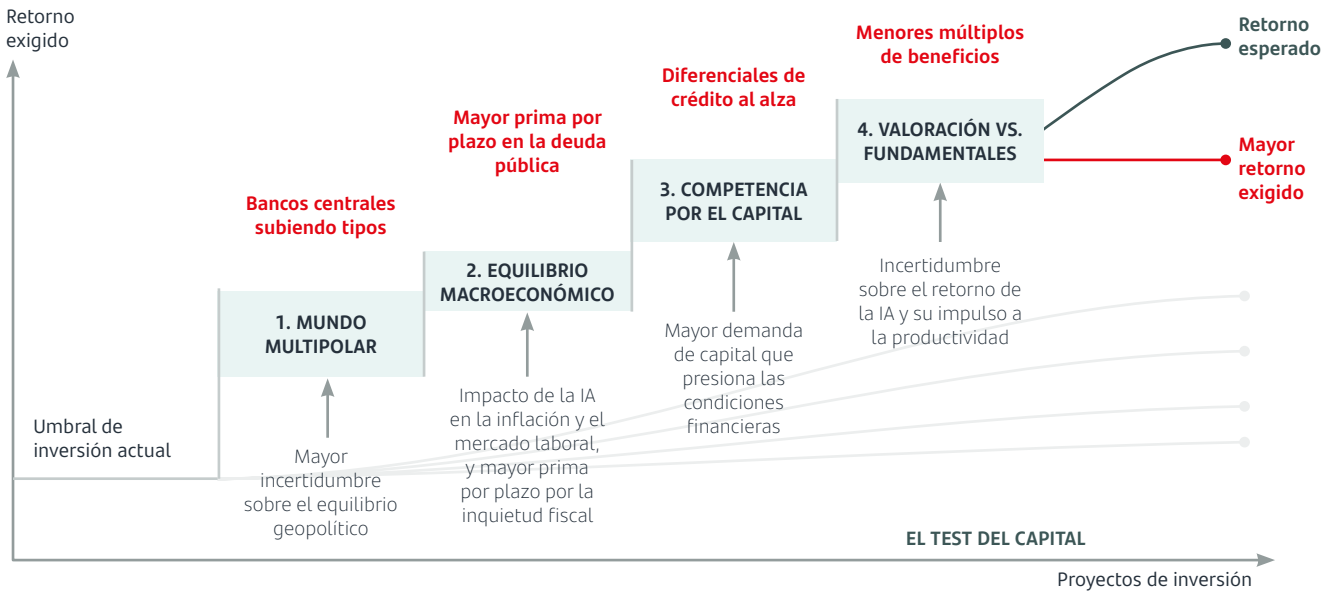
Este mismo ecosistema explica por qué **el ciclo exige cada vez más capital.** Cada eslabón presenta un perfil financiero distinto: algunos negocios generan ingresos recurrentes y caja; otros dependen de financiación externa, contratos a largo plazo o rentabilidades inciertas. A medida que aumenta la inversión, cobra relevancia la relación entre demanda, financiación y rentabilidad.

Nuestro escenario central sigue siendo de expansión, apoyada en la inversión, la productividad y los beneficios. La IA continúa siendo un potente motor de crecimiento, pero su impacto dependerá de que el gasto se traduzca en adopción, ingresos, flujos de caja y rentabilidades duraderas. Las disrupciones energéticas, los mayores costes de financiación y la creciente incertidumbre sobre la ejecución elevan la compensación que exigen los inversores. **El ciclo continúa, pero aumenta el umbral de rentabilidad y se estrecha el margen de error.**

En un ciclo que exige más capital, la solidez financiera, el acceso a financiación y la capacidad de ejecución marcarán cada vez más la diferencia.

El umbral de inversión se eleva

Beneficios y márgenes resisten y respaldan la inversión, mientras el test del capital se endurece



Cuatro fuerzas elevan el umbral de rentabilidad del capital

El ciclo inversor mantiene su fortaleza, pero aumenta la exigencia para comprometer capital. Los cuatro ejes de este Informe explican por qué: cada uno incorpora un riesgo distinto y, en conjunto, elevan la rentabilidad que exigen los inversores. El capital sigue disponible, pero se asigna de forma más selectiva.

Primero, **un mundo multipolar.** La fragmentación y las presiones fiscales encarecen la resiliencia y elevan las primas a largo plazo. Prevemos un ajuste manejable, aunque los flujos internacionales de capital serán menos eficientes y más caros. Segundo, **un nuevo equilibrio macroeconómico.** La inversión favorece la productividad, pero también impulsa la demanda a corto plazo. La velocidad de su despliegue determinará si la economía puede absorberla sin provocar inflación persistente ni tipos de interés más altos. Tercero, **la competencia por el capital.** Gobiernos, empresas y proyectos compiten por el mismo ahorro disponible. El endeudamiento, las necesidades de refinanciación y la capacidad de generar caja determinarán cada vez más el coste y las condiciones de financiación. Cuarto, **valoraciones frente a fundamentales.** Los beneficios siguen respaldando los mercados, pero la mayor rentabilidad de los bonos eleva el listón para la renta variable. Los beneficios, la generación de caja y la rentabilidad del capital invertido deberán justificar los precios actuales.

La cadena de valor de la IA muestra cómo funciona esta prueba en la práctica: una misma demanda final genera distintos modelos de ingresos, necesidades de financiación y perfiles de riesgo en cada eslabón.

Los mercados están recalibrando cada capa de riesgo; cada eslabón debe generar una rentabilidad superior a su coste de capital.

La cadena de valor de la IA: de la demanda al impacto económico

La demanda de IA impulsa la inversión en modelos, infraestructura de computación y energía. Cada eslabón tiene su propio modelo de ingresos, financiación y sensibilidad financiera

Fuente: Santander Private Banking España

1. Demanda y casos de uso	2. Desarrolladores de modelos OpenAI, Anthropic, etc.	3. Semiconductores y *hardware* de computación	4. Hyperscalers Microsoft, Amazon, Google, etc.	5. *Neoclouds* y operadores especializados	6. Infraestructura eléctrica y redes
Empresas y usuarios integran la IA en productos y procesos y elevan el uso de modelos, el volumen de *tokens* y las aplicaciones.	Desarrollan y entrenan modelos cada vez más avanzados para empresas y usuarios, con gran necesidad de computación.	Diseñan y fabrican chips, GPU, ASIC y equipos asociados que permiten el entrenamiento y la inferencia de los modelos.	Despliegan centros de datos y redes globales, y ofrecen capacidad a desarrolladores de modelos y empresas.	Amplían la capacidad de computación, a menudo respaldada por contratos de capacidad y activos tecnológicos.	Generación, transmisión y conexión a la red sostienen el auge de los centros de datos con proyectos de larga vida.
MODELOS DE INGRESOS Y FUENTES DE FINANCIACIÓN					
• Ingresos por uso y suscripción • Ingresos por aplicaciones y servicios • Monetización empresarial	• Ingresos por uso y licencias • Capital riesgo y estratégico • Contratos de computación a largo plazo	• Venta de chips y equipos • Ingresos por servicios asociados • Flujo de caja operativo y deuda	• Ingresos *cloud* y digitales • Generación de caja operativa • Deuda; *project finance* en algunos casos	• Contratos de capacidad • Deuda y *leasing* • Financiación con garantía de activos; capital	• Ingresos regulados o contratados • *Project finance* • Deuda a largo plazo; capital
SENSIBILIDAD DE LA FINANCIACIÓN Y DEL MODELO DE NEGOCIO					
Baja Ingresos recurrentes y diversificados	**Moderada-alta** Altas necesidades de capital; retornos aún inciertos	**Baja** Demanda cíclica y visibilidad de ingresos	**Moderada** Fuerte flujo de caja, pero *capex* elevado y mayor retorno exigido	**Alta** Mayor dependencia de financiación externa y refinanciación	**Moderada** Intensivo en capital, con riesgos de ejecución, regulación y demanda
La misma demanda final genera perfiles financieros distintos: cada eslabón debe superar su propio test del capital					

¿Puede el crecimiento resistir las tensiones geopolíticas?



Impacto macroeconómico de las tensiones geopolíticas

La primera prueba procede de la geopolítica. Nuestro escenario central es de **fragmentación controlada,** con el comercio y el capital todavía en circulación: una globalización menos eficiente y más estratégica, pero sin una ruptura generalizada del comercio ni una pérdida extendida de credibilidad fiscal. La **inversión en capacidad estratégica sostiene la actividad,** mientras la solidez de los balances privados y el progreso tecnológico ayudan a absorber las perturbaciones.

La economía mundial se ha adaptado mejor de lo inicialmente previsto a las disrupciones en los flujos a través del estrecho de Ormuz. Sin embargo, la ruta continúa parcialmente afectada y los costes de la energía, el transporte y los seguros permanecen elevados. Una nueva escalada, represalias comerciales más amplias o tensiones en los mercados de deuda reducirían el margen de actuación y elevarían de nuevo el coste del capital. **El crecimiento puede mantener su resistencia, pero el capital circulará con menor eficiencia y a un coste mayor.**

5 SEÑALES A VIGILAR



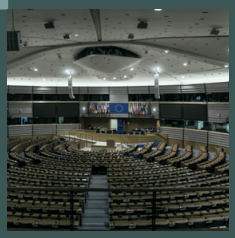
Seguridad energética

Flujos energéticos y resiliencia estratégica.



Balanza comercial

Restricciones al comercio y ajuste de las cadenas de suministro.



Flujos de capital

Tipos de cambio, saldos exteriores e inversión transfronteriza.



Disyuntivas presupuestarias

Prioridades fiscales y estabilidad política.



Credibilidad fiscal

TIRes soberanas, primas por plazo y disciplina fiscal.

1. La fragmentación está redefiniendo el coste y la asignación del capital

Durante tres décadas, la globalización redujo costes al estrechar los vínculos comerciales, especializar las cadenas de suministro y dirigir el capital hacia sus usos más eficientes. Ese modelo no ha desaparecido, pero está cambiando. **Las tensiones comerciales, los conflictos bélicos de Ucrania y del Golfo y la renovada atención a la seguridad energética y nacional hacen que la resiliencia importe tanto como la eficiencia.**

Gobiernos y empresas responden aumentando la **inversión en seguridad energética, defensa, infraestructuras y cadenas de suministro regionales.** Estas inversiones refuerzan la capacidad de las economías para afrontar futuras perturbaciones, pero también exigen financiación adicional. El resultado es una mayor competencia por el capital y, potencialmente, unos costes de financiación más elevados para gobiernos, empresas y hogares.

Estas presiones tienen una influencia creciente en la política interna. El encarecimiento de la energía, la vivienda y los bienes cotidianos reduce el poder adquisitivo y debilita la confianza de los hogares. También condiciona las decisiones fiscales, comerciales y energéticas. La fragmentación geopolítica no sólo mueve los mercados: también influye en las políticas que determinarán dónde se invierte y por qué canales circula el capital.

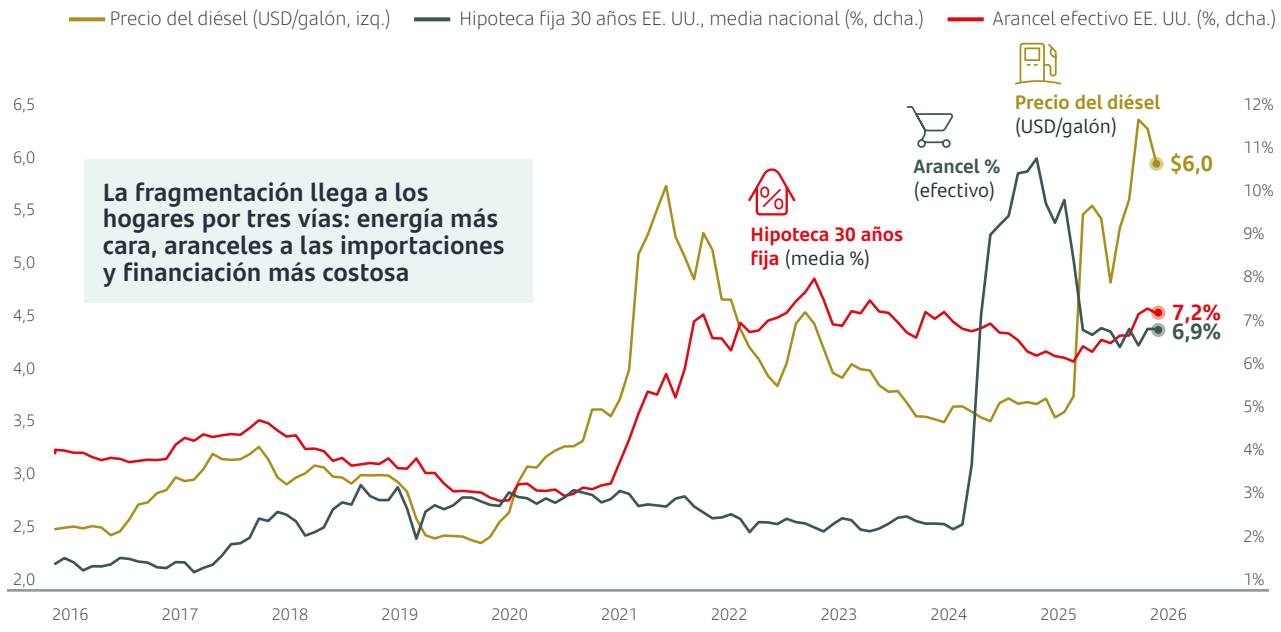
Nuestro escenario central sigue siendo de fragmentación controlada, no de dislocación económica. La financiación continúa fluyendo, aunque por canales distintos y a un coste mayor. La economía mundial se está adaptando a unas disrupciones energéticas persistentes, si bien nuevos episodios de tensión siguen exponiendo a los mercados a riesgos de oferta, transporte e inflación. El crecimiento puede continuar, pero **los inversores serán previsiblemente más selectivos y menos tolerantes con los errores de política económica o de ejecución.**

El capital sigue fluyendo, pero de forma más estratégica, más selectiva y a un coste mayor.

El coste de la fragmentación geopolítica para el consumidor

El encarecimiento de la energía, el comercio y la financiación afecta a los hogares de forma distinta y en diferentes momentos

Fuente: Bloomberg. Datos a 18/11/2026



1.1 La inseguridad energética añade una prima de inflación al coste del capital

Unos inventarios energéticos reducidos hacen que la economía mundial sea más sensible a las perturbaciones geopolíticas.

Los gráficos muestran por qué importa el punto de partida. Las reservas europeas de gas y los inventarios de crudo de EE. UU. afrontaron la última disrupción desde niveles bajos. **Con inventarios limitados, el sistema tiene menos capacidad para absorber interrupciones de producción** o transporte, haciendo los precios del petróleo y el gas más sensibles a tensiones geopolíticas, sobre todo en rutas estratégicas o grandes regiones productoras. Los inventarios energéticos son, así, un importante colchón macroeconómico.

Los efectos van mucho más allá de la energía. El alza del petróleo y el gas se traslada al transporte, los alimentos, la industria y los servicios, reduciendo el poder adquisitivo y los márgenes. Si la disrupción persiste, las empresas pueden trasladar costes a los consumidores y los hogares reclamar mayores salarios. Un repunte temporal puede así convertirse en inflación más amplia y persistente.

Por ello, la duración de la perturbación importa más que el repunte inicial de los precios. Una disrupción breve afectaría sobre todo a la inflación general y a los hogares. Una prolongada podría afectar a la inflación subyacente, las expectativas de tipos y las rentabilidades exigidas, endureciendo las condiciones financieras antes de que actúen los bancos centrales. Estos pueden obviar *shocks* breves de oferta, pero no persistentes.

En nuestro escenario central, la economía mundial continúa adaptándose a unos flujos energéticos restringidos. Esto permitiría moderar las presiones más agudas sobre los precios, pero sin restablecer el régimen energético anterior a la crisis. Aun así, los elevados costes de transporte, los bajos inventarios y nuevos incidentes de seguridad podrían mantener volátil la inflación general y justificar un endurecimiento monetario adicional si aparecieran efectos de segunda ronda.

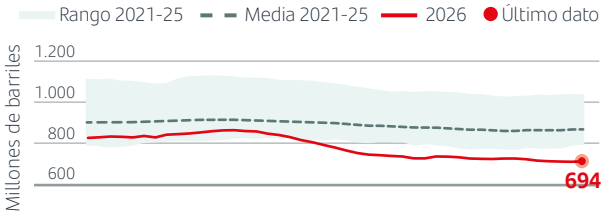
Con menor capacidad para absorber disrupciones energéticas, las tensiones geopolíticas pueden extenderse de la energía a la inflación, los tipos de interés y el coste del capital.

Inventarios de crudo en EE. UU. y niveles de almacenamiento de gas en Europa; precios del petróleo y del gas

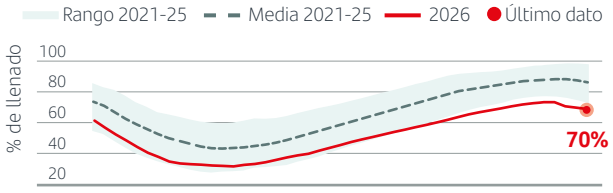
Con menores inventarios de petróleo y gas, los conflictos geopolíticos pueden trasladarse con mayor rapidez e intensidad a los precios de la energía

Fuente: EIA (Weekly Petroleum Status Report); Bloomberg; elaboración propia. Datos a 18/11/2026

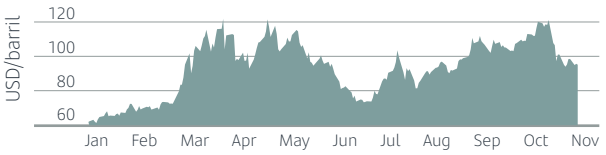
Los bajos inventarios de crudo de EE. UU. ofrecen una protección limitada



El menor almacenamiento de gas reduce el margen de Europa



El precio del petróleo refleja una oferta más ajustada



El precio del gas europeo es vulnerable a *shocks* de oferta



1.2 Los desequilibrios comerciales se convierten en una fuente de fricción geopolítica

Las tensiones comerciales son una fuente cada vez mayor de fricción geopolítica, a medida que los desequilibrios globales se traducen en aranceles, política industrial y presión sobre los tipos de cambio.

China está en el centro de este ajuste. Su motor exportador mantiene una fortaleza especialmente notable y el superávit comercial alcanzó un récord en los nueve primeros meses de 2026. Este desequilibrio aumenta la presión en EE. UU. y Europa a favor de los aranceles, el apoyo a la industria nacional y una mayor protección de los sectores estratégicos. A medida que los mercados exteriores absorben más producción, la política comercial se entrelaza con la seguridad económica y la autonomía estratégica.

Los desequilibrios comerciales terminan reflejándose también en los tipos de cambio. Una divisa más débil preserva la competitividad exportadora, pero encarece las importaciones y eleva la inflación. Una divisa más fuerte reduce la inflación importada, pero puede perjudicar a los exportadores. En China, esta tensión sitúa cada vez más al yuan en la intersección de las políticas comercial e industrial.

El yen es relevante por otra razón: los flujos de capital. Al aumentar las rentabilidades en Japón, los activos domésticos resultan más atractivos para los inversores japoneses, lo que podría reducir el ahorro japonés invertido en el exterior. Los movimientos cambiarios afectan así tanto a la competitividad como a la dirección de los flujos internacionales de capital.

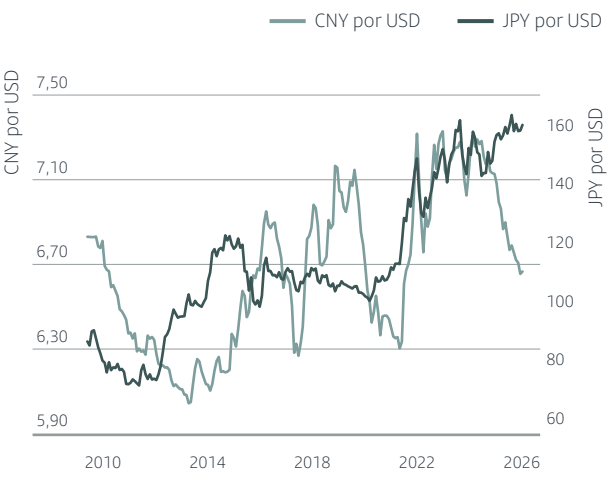
La fricción comercial no supone el fin de la globalización. Las empresas siguen encontrando proveedores, mercados y rutas de transporte. Pero adaptarse tiene un coste: los aranceles encarecen las importaciones, mientras que unos inventarios mayores, más proveedores regionales y la duplicación de capacidad productiva exigen más inversión. **El resultado es una globalización que requiere más capital y en la que la resiliencia compite cada vez más con la eficiencia.** El comercio continúa, pero con menor eficiencia y mayor intensidad de capital.

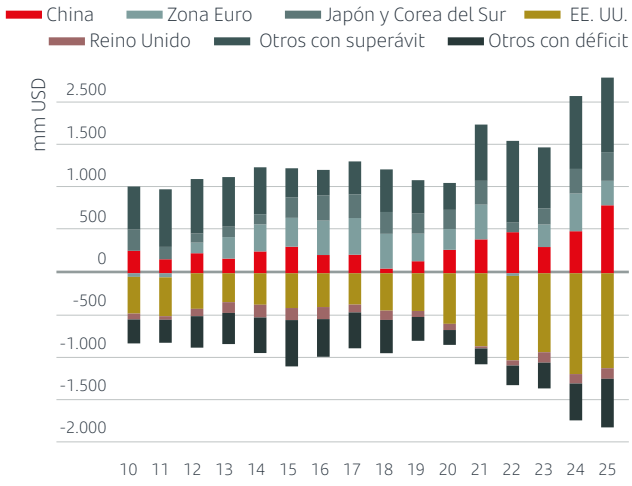
Los desequilibrios comerciales presionan las divisas y redirigen el capital hacia cadenas de suministro más regionales y políticamente afines.

El limitado ajuste de las divisas mantiene elevados los desequilibrios comerciales

Las divisas de los países con superávit no se aprecian lo suficiente para reequilibrar el comercio, lo que eleva la presión a favor de aranceles y política industrial

Fuente: Bloomberg. Datos a 18/11/2026





1.3 Los gobiernos afrontan una factura creciente por seguridad y deuda

La seguridad energética, la política industrial y la defensa exigen más inversión pública justo cuando los intereses absorben más presupuesto.

Los conflictos de Ucrania y del Golfo exigen ampliar la capacidad de defensa, asegurar el suministro energético y proteger las infraestructuras críticas. La fragmentación comercial añade nuevas exigencias: los gobiernos apoyan a la industria nacional e invierten en sectores estratégicos. Así, asumen una parte mayor del coste de adaptarse a un mundo fragmentado.

El calendario fiscal es cada vez más exigente. El gráfico de la izquierda muestra que el pago neto de intereses en EE. UU., Japón y la zona Euro repunta desde mínimos recientes y, en conjunto, supera ya el gasto en defensa. La deuda acumulada absorbe más recursos justo cuando surgen nuevos compromisos.

Los compromisos de defensa también aumentan. La anterior referencia de la OTAN del 2% del PIB da paso a objetivos mucho más ambiciosos. Como muestra el gráfico de la derecha, el esfuerzo adicional varía entre países.

La carga no se repartirá por igual. Los países que parten de un menor gasto en defensa afrontan un ajuste mayor, mientras los que soportan más costes por intereses tienen menos margen de respuesta. Esto acentúa la disyuntiva entre seguridad y otras prioridades públicas. La presión va más allá de la defensa y la deuda. Los gobiernos también deben financiar pensiones, sanidad y ayudas a los hogares, mientras el coste de la vida sigue siendo políticamente sensible. El reto no es sólo cuánto gastar, sino qué prioridades financiar sin debilitar la credibilidad fiscal.

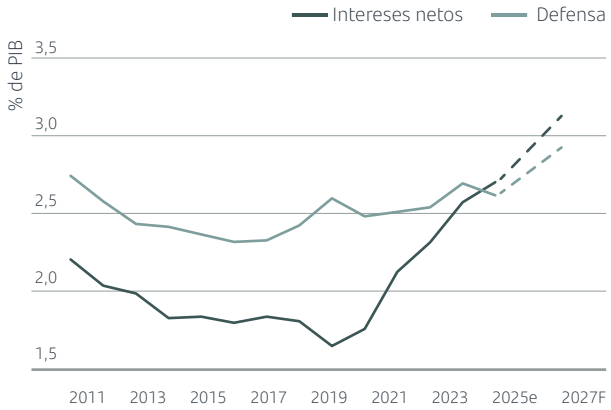
Estas decisiones diferenciarán más a los países. Los gobiernos con más ingresos, instituciones creíbles y mercados de capitales profundos podrán financiar mejor la inversión estratégica. Los que tengan menos margen fiscal quizá deban reasignar gasto, aumentar ingresos o pagar más para atraer capital privado. La fragmentación eleva tanto el capital que necesitan los gobiernos como la importancia de la credibilidad fiscal para determinar su coste.

Los intereses y el gasto estratégico intensifican la competencia por los recursos públicos: la credibilidad fiscal es clave para el coste del capital.

Intereses netos y gasto en defensa, % del PIB EE. UU., Japón y zona Euro; agregado ponderado por PIB

El coste por intereses aumenta justo cuando también debe crecer el gasto en defensa

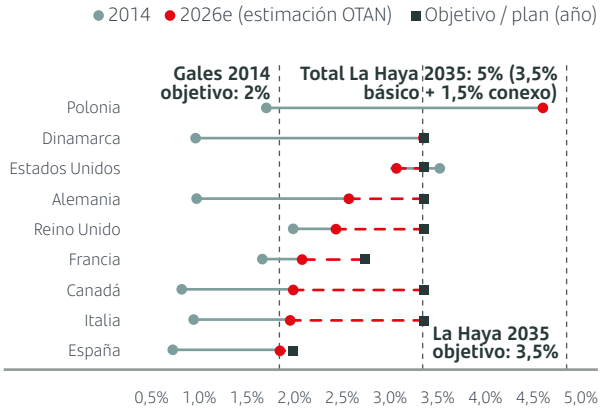
Fuentes: FMI, base de datos World Economic Outlook, abril de 2026 (datos hasta el 1 abr 2026); SIPRI Military Expenditure Database, 27 abr 2026.



Gasto en defensa (% PIB): niveles actuales vs. 2014 y objetivos 2035 (compromiso de La Haya)

El esfuerzo fiscal necesario varía considerablemente entre países

Fuente: OTAN (tabla 3, Declaración de la Cumbre de La Haya 2025); planes nacionales: ICDS, Atlantic Council, La Moncloa



1.4 Los desequilibrios globales están redefiniendo los flujos de capital

Durante décadas, el ahorro asiático ayudó a financiar la deuda de EE. UU. Esa relación sigue siendo importante, pero las necesidades de inversión interna y las prioridades geopolíticas están generando nuevos usos del capital en Asia.

Las economías asiáticas han generado grandes superávits comerciales y reinvertido parte de ese ahorro en los profundos y líquidos mercados financieros de EE. UU. Esto sostuvo la demanda de bonos del Tesoro estadounidense, ayudó a financiar los déficits de EE. UU. y favoreció unas condiciones de financiación atractivas.

Esta relación está cambiando. Como muestra el gráfico, **la deuda de EE. UU. sigue aumentando, mientras que las tenencias conjuntas de bonos del Tesoro de China y Japón han caído desde su máximo.** No implica una retirada generalizada de los activos estadounidenses, pero sí un menor papel de ambos países en absorber nuevas emisiones del Tesoro.

Los incentivos también cambian. China tiene más usos internos para el capital, desde apoyar el consumo hasta invertir en tecnología, capacidad industrial y estabilidad financiera. En Japón, las mayores rentabilidades internas hacen los activos locales más atractivos que la inversión exterior. **La exposición a divisas y el alineamiento geopolítico también pesan más en las decisiones de inversión.**

EE. UU. conserva ventajas importantes. La profundidad, liquidez y solidez institucional de sus mercados siguen siendo difíciles de replicar y **sostienen la demanda internacional.** Sin embargo, mayores déficits fiscales, el gasto en defensa y la inversión en infraestructuras aumentan la oferta de deuda pública cuando el ahorro internacional encuentra más usos alternativos.

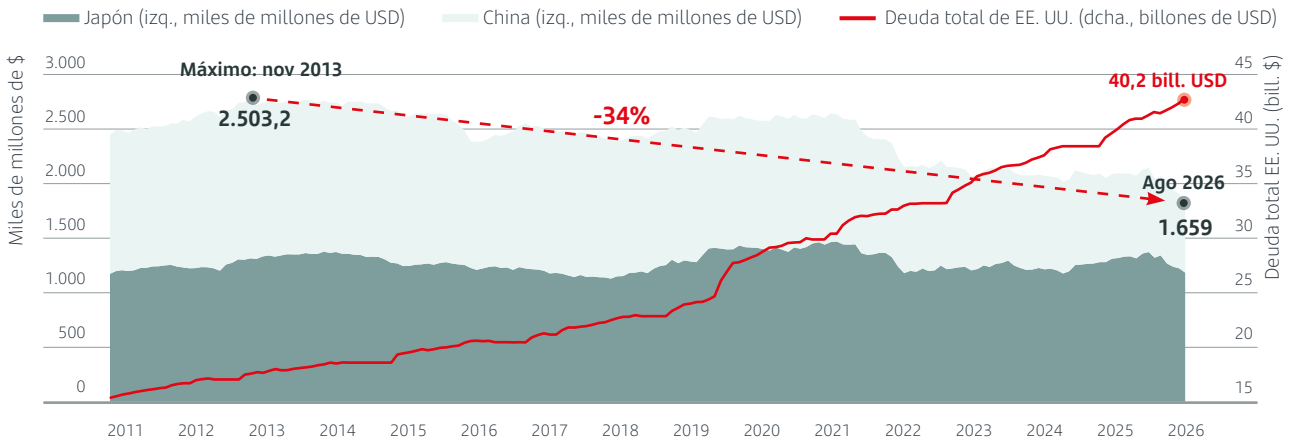
El capital global sigue disponible, pero atraerlo puede exigir mayores rentabilidades. Con más competencia por el ahorro, los países con instituciones creíbles, activos atractivos y disciplina fiscal estarán mejor posicionados para captar capital en condiciones favorables.

A medida que se debilita el vínculo tradicional entre el ahorro asiático y la deuda de EE. UU., el capital mundial se vuelve más selectivo sobre dónde invertir y qué rentabilidad exigir.

Deuda total de EE. UU. y tenencias de bonos del Tesoro estadounidense de China y Japón

Las necesidades de financiación de EE. UU. aumentan mientras se debilita la demanda de dos de sus principales compradores tradicionales

Fuente: FMI y Bloomberg. Datos a agosto de 2026



1.5 El aumento del riesgo de inflación apunta a un endurecimiento monetario moderado

Las presiones geopolíticas están elevando los riesgos de inflación, lo que lleva a los bancos centrales a mantener una política restrictiva durante más tiempo y a los mercados a recalibrar el coste del capital.

La inseguridad energética y las fricciones comerciales han reavivado las presiones inflacionistas a corto plazo e interrumpido el avance hacia una política monetaria más flexible. El ajuste ya se refleja en las expectativas de tipos: los mercados anticipan una senda más restrictiva y, en algunos casos, nuevas subidas.

Sin embargo, **creemos que este ajuste de los tipos no marca el inicio de un nuevo ciclo de endurecimiento agresivo.** El repunte inicial de los precios responde principalmente a restricciones de oferta, no a un exceso de demanda interna. La principal preocupación de los bancos centrales no es, por tanto, el efecto inicial, sino el riesgo de que el encarecimiento de la energía y las importaciones termine trasladándose a los salarios, la inflación subyacente y las expectativas.

Por ello, **los bancos centrales deben reafirmar su compromiso con la estabilidad de precios.** Una respuesta mesurada refuerza su credibilidad y ayuda a evitar que las subidas transitorias de los precios se conviertan en inflación persistente, al tiempo que limita un perjuicio innecesario para el crecimiento.

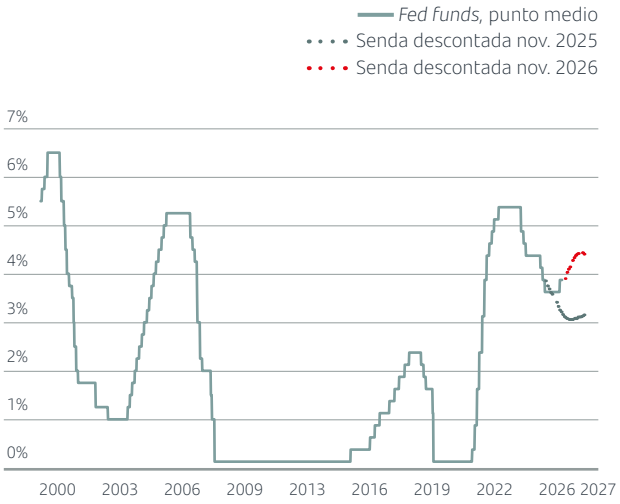
El equilibrio sigue siendo delicado. **Si las expectativas de inflación permanecen ancladas y los efectos indirectos se mantienen contenidos, el endurecimiento adicional debería ser limitado.** Una perturbación geopolítica más persistente reduciría ese margen y exigiría una respuesta más firme. Las consecuencias van más allá de la política monetaria: la inseguridad energética, la fragmentación comercial, las mayores necesidades fiscales y los cambios en los flujos de capital elevan las necesidades de financiación y hacen que su coste dependa cada vez más del riesgo y la credibilidad.

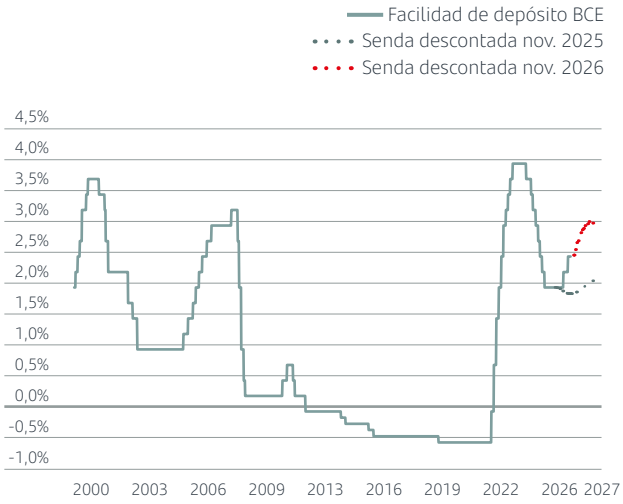
Un riesgo de inflación más elevado exige tipos más altos durante más tiempo y aumenta el coste del capital.

Tipos oficiales de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo

Las expectativas de tipos para finales de 2027 han subido mientras los bancos centrales refuerzan su compromiso con la estabilidad de precios

Fuente: Bloomberg. Datos a 5/11/2026





¿Cuál es el nuevo equilibrio entre crecimiento, inflación y tipos de interés?



La economía mundial entra en una fase que exige más capital. La IA está transformando el auge tecnológico en un ciclo de inversión en centros de datos, energía, infraestructuras y cadenas de suministro. Esta inversión impulsa la actividad en distintas regiones. Los sólidos beneficios empresariales y la fortaleza del empleo respaldan el crecimiento, aunque la IA ya está cambiando las tareas, las competencias y la demanda de trabajadores.

La **mejora de la productividad debería sostener el crecimiento** mientras la inflación subyacente continúa moderándose gradualmente, aunque las presiones energéticas pueden hacer menos lineal la evolución de la inflación general. Al mismo tiempo, las crecientes necesidades de inversión pública y privada intensifican la competencia por el capital. **El capital invertido todavía puede generar rentabilidades atractivas, pero el umbral para conseguirlas es ahora más elevado.**

5 SEÑALES A VIGILAR



Confianza empresarial

PMI, encuestas a directivos e inversión.



Gasto en infraestructuras

IA, sistemas eléctricos e inversión de capital.



Impacto en el mercado laboral

Empleo, vacantes, salarios y costes laborales unitarios.



Expectativas de inflación

Breakevens, inflación subyacente y salarios.



Productividad

Producción por hora, PTF y ganancias de eficiencia en las empresas que adoptan IA.

2. Los tipos de interés más altos ponen a prueba el ciclo de inversión

El primer capítulo dejó un punto de partida claro. Las tensiones geopolíticas y energéticas han reactivado el riesgo de inflación a corto plazo y elevado las expectativas sobre los tipos oficiales, mientras los mercados revisan la senda de la política monetaria. Pero, como muestra el gráfico, **la presión sobre los tipos no se limita al tramo corto de la curva.**

En los plazos más largos actúan otras fuerzas. El despliegue de infraestructuras de IA y otras inversiones estratégicas eleva la demanda de capital privado, mientras que las grandes necesidades de financiación pública presionan los tipos a largo plazo. La curva ofrece así un mapa de las fuerzas que analiza este capítulo: **política monetaria e inflación en el tramo corto, demanda de inversión privada en el tramo medio y sostenibilidad fiscal en el largo.**

En conjunto, estas fuerzas plantean una prueba del capital más amplia. ¿Qué ocurre cuando una economía inmersa en un ciclo inversor de una escala poco habitual debe absorber tipos más altos a todos los plazos? **¿Cómo afecta este entorno al crecimiento, la inflación y la inversión?** ¿Puede la inversión actual generar suficiente capacidad productiva y mejoras de productividad para compensar las presiones que surgen durante su desarrollo?

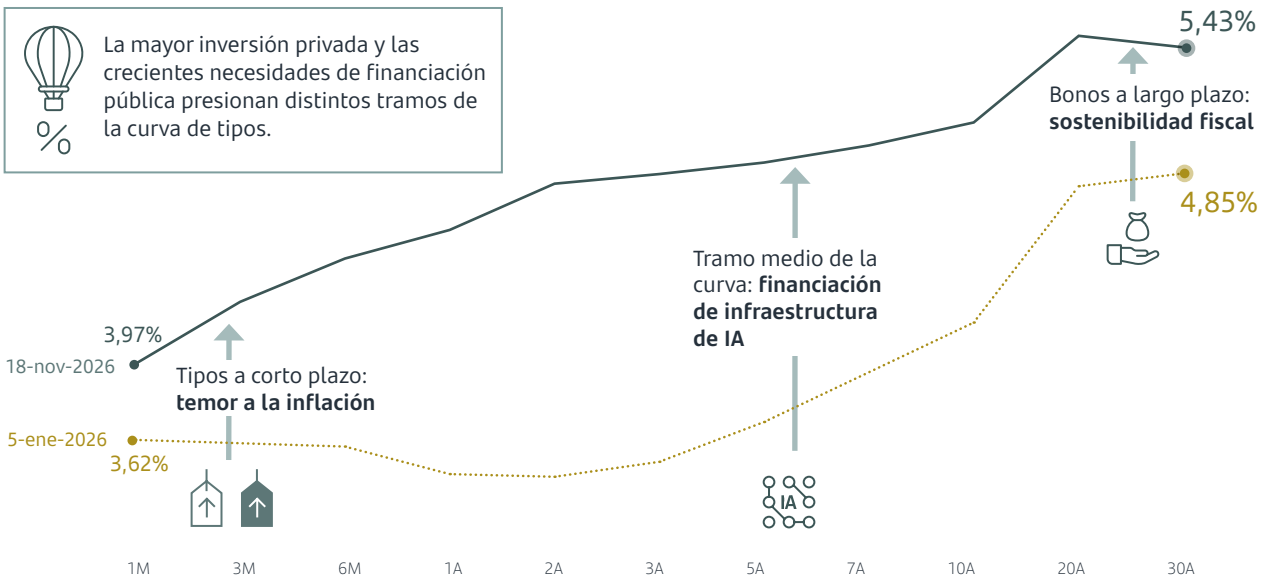
Estas preguntas definen el nuevo equilibrio macroeconómico que aborda el capítulo: cómo interactúa el auge inversor con la actividad y el mercado laboral, con qué rapidez se traduce la adopción de la IA en mejoras de productividad, y qué implica esta transición para la inflación y los tipos de interés. El gráfico resume el reto: **distintas presiones convergen en la curva y obligan a preguntarse cuánto puede aumentar el coste del capital sin debilitar el ciclo inversor.** La curva conecta así el legado de las tensiones geopolíticas con las necesidades de financiación de la próxima fase del ciclo, sin anticipar la respuesta. Este es el test del capital que vertebra el capítulo.

La inversión puede sostener el crecimiento y elevar la productividad, pero también aumenta la demanda de capital y mantiene los tipos en niveles más elevados.

Rentabilidades de los bonos del Tesoro de EE. UU. por vencimientos: noviembre de 2026 vs. enero de 2026

La política monetaria guía el tramo corto; la inversión privada, el tramo medio; y la sostenibilidad fiscal, el largo

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 18/11/2026



2.1 La IA se está convirtiendo en un ciclo de inversión física

La inversión en IA está transformando el auge digital en un ciclo de inversión en infraestructuras de escala potencialmente histórica.

Aunque la IA es una tecnología digital, su expansión exige enormes cantidades de capital físico. La capacidad de computación requiere chips y centros de datos; y estos, generación eléctrica, redes, sistemas de refrigeración y equipos especializados. **A medida que se acelera su despliegue, la IA moviliza más capital, energía y recursos productivos hacia la construcción de las infraestructuras que la hacen posible.**

El gráfico de la izquierda sitúa su posible escala en perspectiva histórica. Stijn Van Nieuwerburgh, de Columbia Business School, estima que la inversión estadounidense en centros de datos e infraestructuras relacionadas con la IA podría alcanzar unos 10,3 billones de dólares entre 2025 y 2032, equivalentes a un promedio anual del 3,6% del PIB. En ese escenario, el despliegue de la IA superaría la intensidad inversora del ferrocarril, la electrificación, las autopistas y las telecomunicaciones, y **podría convertirse en uno de los mayores ciclos de inversión en infraestructuras de la historia económica de Estados Unidos.**

Ya no se trata sólo de inversión futura. El gráfico de la derecha muestra que la intensidad inversora de las grandes empresas tecnológicas supera ya con holgura la observada durante el despliegue de las telecomunicaciones a finales de los años noventa. **Los efectos económicos del ciclo de la IA son cada vez más visibles en la inversión y la actividad actuales.**

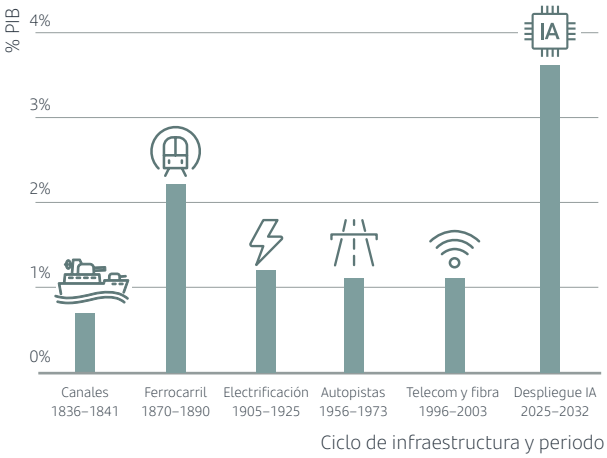
Pero la escala de la inversión es sólo la primera parte de la prueba económica. La construcción de las infraestructuras puede sostener la actividad, pero el valor económico duradero dependerá de la productividad que genere ese capital. La cuestión clave es con qué rapidez este despliegue sin precedentes ampliará la capacidad productiva, se extenderá al conjunto de la economía y convertirá el progreso tecnológico en mejoras de productividad. **Esa transición de la inversión a la productividad determinará el impacto macroeconómico del ciclo de la IA.**

La IA está pasando de la disrupción digital a la infraestructura física, pudiendo generar el mayor ciclo de inversión de la historia reciente de EE. UU.

Inversión anual en grandes ciclos de infraestructuras

La IA podría protagonizar el mayor ciclo de inversión en infraestructuras de EE. UU.

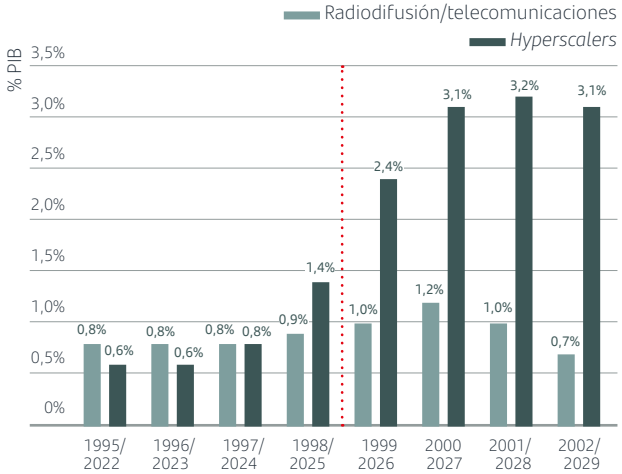
Fuente: Stijn Van Nieuwerburgh, Brookings Papers on Economic Activity; Bloomberg. El despliegue de la IA es una estimación para 2025–2032



Inversión de infraestructura de IA frente a inversión en TMT del *dotcom*

El despliegue de la IA ya supera al auge de las telecomunicaciones

Fuente: Apollo, con datos de las compañías y cuentas nacionales de EE. UU.



2.2 El ciclo de inversión sostiene el crecimiento más allá de EE. UU.

La solidez de los beneficios empresariales está sosteniendo un ciclo de inversión más amplio en las cadenas de suministro globales, apoyando el crecimiento pese a una evolución económica más desigual.

El impulso inversor se extiende más allá de EE. UU. La inversión tecnológica alimenta la demanda en las cadenas asiáticas de semiconductores y memorias y en la industria europea, mientras que la inversión estratégica respalda la actividad en distintas regiones. El gráfico de los índices de gestores de compras (PMI) refleja esta amplitud: la actividad continúa expandiéndose en buena parte de la economía mundial, aunque a ritmos muy distintos según el país.

La solidez de los beneficios respalda el ciclo inversor. La rentabilidad y los márgenes empresariales se mantienen en niveles elevados, lo que proporciona a las empresas capacidad e incentivos para seguir invirtiendo. El gráfico de la derecha muestra una tendencia de largo plazo: los beneficios empresariales han ganado peso en la renta nacional, mientras que la participación de la remuneración del trabajo se ha moderado. Esta evolución favorece la inversión, aunque otras áreas de la economía afrontan mayores presiones.

Esta divergencia explica por qué **la fortaleza del crecimiento no se percibe por igual en toda la economía.** En EE. UU., la confianza empresarial contrasta con la presión que el coste de la vida y la vivienda ejerce sobre los hogares y con la pérdida de impulso del mercado laboral. Europa combina la resiliencia de los servicios con una industria más débil, mientras que China suma a su fortaleza exportadora un consumo débil y una persistente atonía de la inversión residencial.

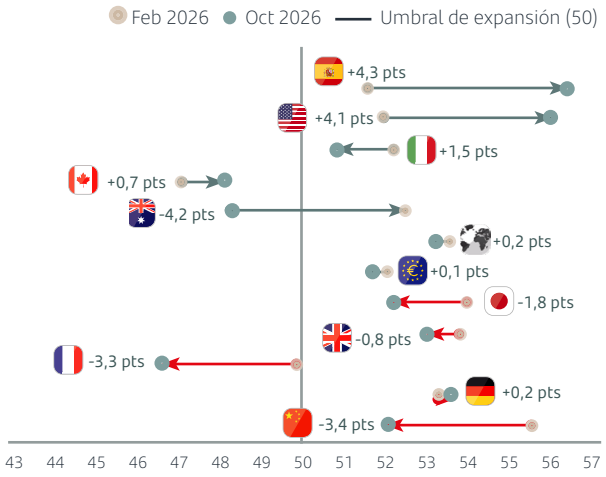
El resultado es una expansión mundial sólida, pero cada vez más desigual. Los beneficios y la inversión continúan respaldando la actividad, pero sus frutos se distribuyen de forma desigual entre sectores, regiones y hogares. **El crecimiento conserva su fortaleza, aunque sus motores, su ritmo y sus beneficiarios difieren cada vez más.**

La inversión empresarial sostiene el crecimiento mundial, pero sus efectos se distribuyen de forma desigual entre economías, sectores y hogares.

Confianza empresarial (PMI compuestos)

La expansión continúa, aunque con crecientes diferencias entre economías

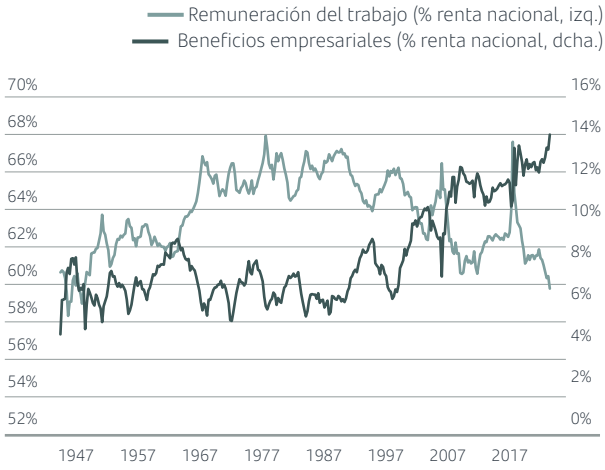
Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a octubre de 2026



Distribución de la renta nacional de EE. UU. (%)

Los beneficios ganan peso en la renta nacional de EE. UU.

Fuente: US Bureau of Economic Analysis, Bloomberg. Datos a 2T 2026



2.3 La IA transforma las tareas más deprisa que el empleo

El empleo sigue siendo un apoyo importante para la economía, pero la menor contratación y la adopción de IA están cambiando gradualmente el mercado laboral.

El empleo continúa siendo un apoyo esencial para el ciclo. Las rentas del trabajo sostienen el gasto de los hogares pese al encarecimiento de la vida y la vivienda. Sin embargo, **las empresas se muestran cada vez más prudentes al contratar.** La diferencia es importante: una menor contratación puede enfriar la economía sin provocar los efectos más dañinos de una pérdida generalizada de empleo.

La IA añade una nueva dimensión. Su primer impacto probablemente se observará más en las tareas que realizan los trabajadores que en el número total de puestos de trabajo. La automatización y el rediseño de procesos reducen la necesidad de algunas tareas rutinarias, mientras aumentan el valor de las competencias complementarias. **La IA está cambiando primero las tareas y competencias que demandan las empresas, antes de alterar de forma significativa el volumen total de empleo.**

Los datos apuntan a un enfriamiento, no a una contracción. La creación de empleo se ha moderado notablemente respecto al ritmo posterior a la pandemia, pero las solicitudes de subsidio siguen contenidas y no se observan despidos generalizados. Este equilibrio de «poca contratación y pocos despidos» permite que las rentas del trabajo continúen sosteniendo el consumo y contribuye a moderar las presiones salariales.

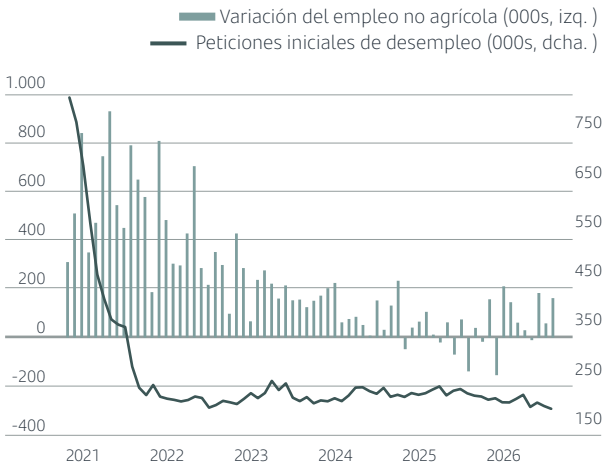
La cuestión es hasta qué punto la IA alterará este equilibrio. Si su adopción eleva la productividad y el empleo resiste, la economía podría producir más sin generar una presión equivalente sobre la demanda de trabajo. Pero, si la menor contratación acaba dando paso a pérdidas de empleo, las consecuencias para la renta y el consumo de los hogares serían más importantes. **Entender cómo afecta la IA a las tareas, las competencias y la contratación será esencial para evaluar la próxima fase del ajuste laboral.**

Por ahora, el mercado laboral se enfría sin contraerse, mientras la IA transforma las tareas y las competencias antes que el empleo total.

EE. UU.: creación de empleo y solicitudes de subsidio

El mercado laboral se enfría por la contratación, no por despidos

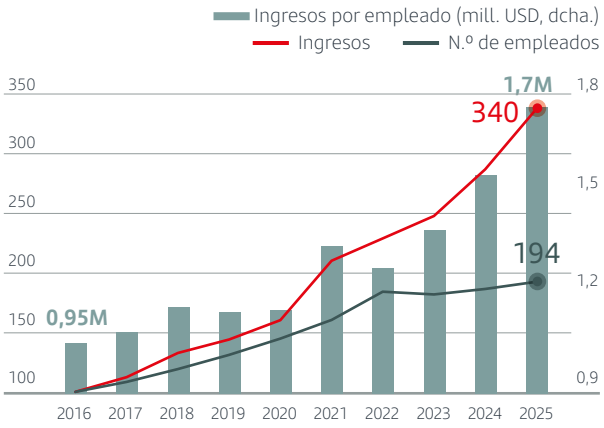
Fuente: Bureau of Labor Statistics. Datos a octubre de 2026



Ingresos y empleados agregados de 8 grandes tecnológicas (2016 = 100)

El crecimiento de los ingresos por empleado apunta a una mejora de la productividad

Fuente: Bloomberg. Ingresos y número de empleados de Microsoft, Alphabet, Meta, Apple, Nvidia, Oracle, Salesforce y Adobe. Datos a 2025



2.4 La inflación se modera, pero se estrecha la senda hacia el objetivo

La inversión y el empleo siguen sosteniendo la demanda y plantean una nueva pregunta para el ciclo: ¿puede la inflación volver al objetivo sin debilitar significativamente el crecimiento?

La última fase de la desinflación es cada vez más exigente. Como vimos en el primer capítulo, el encarecimiento de la energía y las materias primas ha reavivado las presiones inflacionistas a corto plazo. Pese a ello, la inversión mantiene su fortaleza, el empleo resiste y el consumo se sostiene. **La economía está absorbiendo unos costes más elevados sin el debilitamiento generalizado de la demanda** que normalmente aceleraría el retorno de la inflación al objetivo.

Por ahora, los datos siguen siendo tranquilizadores. El crecimiento de los salarios se ha moderado notablemente desde su máximo posterior a la pandemia y **hay pocos indicios de que el encarecimiento de la energía esté generando una espiral de precios y salarios.** El gráfico de la derecha refleja esa normalización: el crecimiento salarial y la inflación de los precios de consumo han disminuido con fuerza, lo que reduce el riesgo de que las presiones transitorias arraiguen en la dinámica interna de la inflación. Esta evolución concuerda con nuestro análisis, que apunta a unas presiones salariales contenidas y a una transmisión moderada hacia la inflación subyacente.

Las expectativas de inflación constituyen una línea de defensa fundamental. El gráfico de la izquierda muestra que el aumento de la rentabilidad de los bonos del Tesoro estadounidense refleja cada vez más unos tipos de interés reales más elevados, y no un incremento comparable de la inflación esperada. Mientras las expectativas permanezcan ancladas, será menos probable que las perturbaciones de oferta alteren la fijación de salarios y precios. Sin embargo, **la fortaleza de la demanda impide que los bancos centrales puedan dar por sentado ese anclaje.**

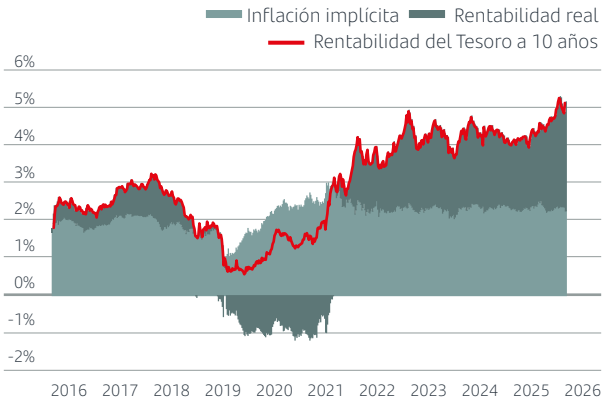
Esto deja a las autoridades monetarias un margen de actuación más estrecho. Relajar la política monetaria demasiado pronto podría ralentizar la desinflación, mantener una orientación restrictiva durante demasiado tiempo podría lastrar innecesariamente las áreas más débiles de la economía. La pregunta ya no es si la inflación está bajando, sino con qué rapidez puede volver al objetivo sin debilitar significativamente el ciclo.

Las presiones inflacionistas permanecen contenidas y las expectativas, ancladas, pero la resistencia de la demanda dificulta el último tramo de vuelta al objetivo.

Descomposición de la TIR del Tesoro de EE. UU. a 10 años

El aumento procede principalmente de los tipos reales

Fuente: Bloomberg. Datos a 18/11/2026



Salarios e inflación en EE. UU. (% interanual)

La moderación salarial reduce el riesgo de una inflación más persistente

Fuente: Bloomberg. Datos a 18/11/2026



2.5 El nuevo equilibrio implica un mayor coste del capital

El test del capital dependerá de que la productividad sostenga el crecimiento y modere la inflación con tipos estructuralmente más altos.

El ciclo inversor ya ha superado una parte importante de esta prueba. La inversión impulsa el crecimiento, la actividad empresarial mantiene su fortaleza y el empleo respalda el consumo. A medida que se extienda la adopción de la IA, **el siguiente paso decisivo será la productividad:** una mayor producción por trabajador y un uso más eficiente del capital y la energía permitirían crecer más sin generar una presión inflacionista equivalente.

Sin embargo, una mayor productividad no implica volver al anterior entorno de tipos. La demanda de inversión sigue siendo inusualmente elevada, las presiones inflacionistas muestran una mayor persistencia y los gobiernos también compiten por el capital. **Los déficits y las crecientes necesidades de financiación pública presionan los tipos a largo plazo,** sobre todo cuando los inversores cuestionan la credibilidad de la senda fiscal. Las recientes tensiones en los mercados de deuda soberana europeos muestran hasta qué punto las dudas sobre la sostenibilidad fiscal pueden trasladarse rápidamente a la rentabilidad exigida para comprometer capital a largo plazo.

El gráfico inferior refleja esta transformación. Las rentabilidades de la deuda soberana a 30 años han aumentado en los mercados desarrollados desde los mínimos excepcionales de 2020. No se trata sólo de política monetaria: **el capital a largo plazo debe absorber mayores necesidades de inversión, más emisiones de deuda pública y una mayor incertidumbre sobre la inflación y la sostenibilidad fiscal.**

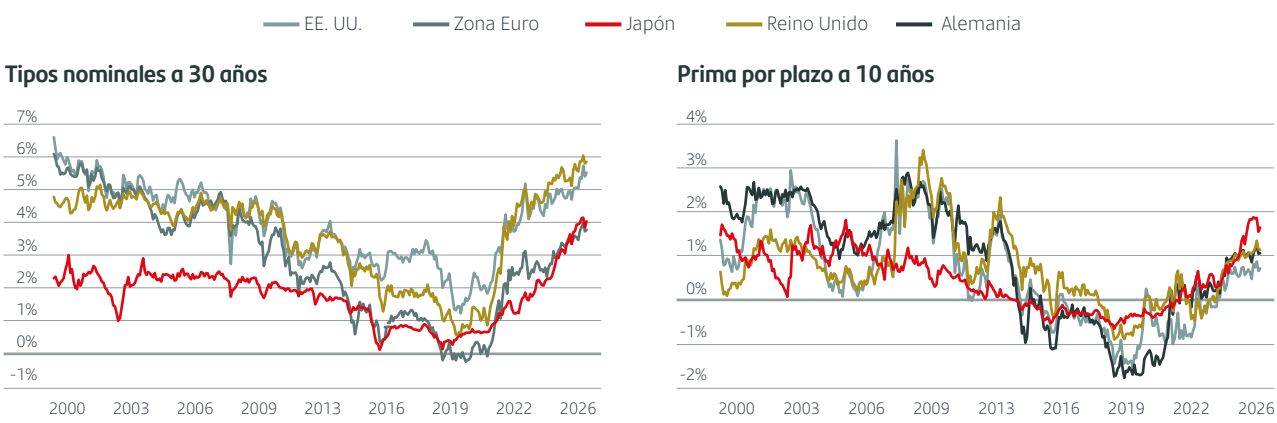
Este es el nuevo equilibrio macroeconómico. Las mejoras de productividad deberían favorecer el crecimiento y contribuir a moderar gradualmente las presiones inflacionistas. Pero no eliminan la demanda de capital generada por el ciclo inversor ni las necesidades de financiación de los gobiernos. **Nuestro escenario central combina un crecimiento resistente y una inflación en moderación gradual** con tipos nominales y reales estructuralmente superiores a los niveles excepcionalmente bajos posteriores a la crisis financiera mundial. Esta es la prueba del capital: el ciclo continúa, pero el nivel de exigencia es mayor.

Una mayor productividad puede sostener el crecimiento, pero no bastaría para recuperar los tipos excepcionalmente bajos del ciclo anterior.

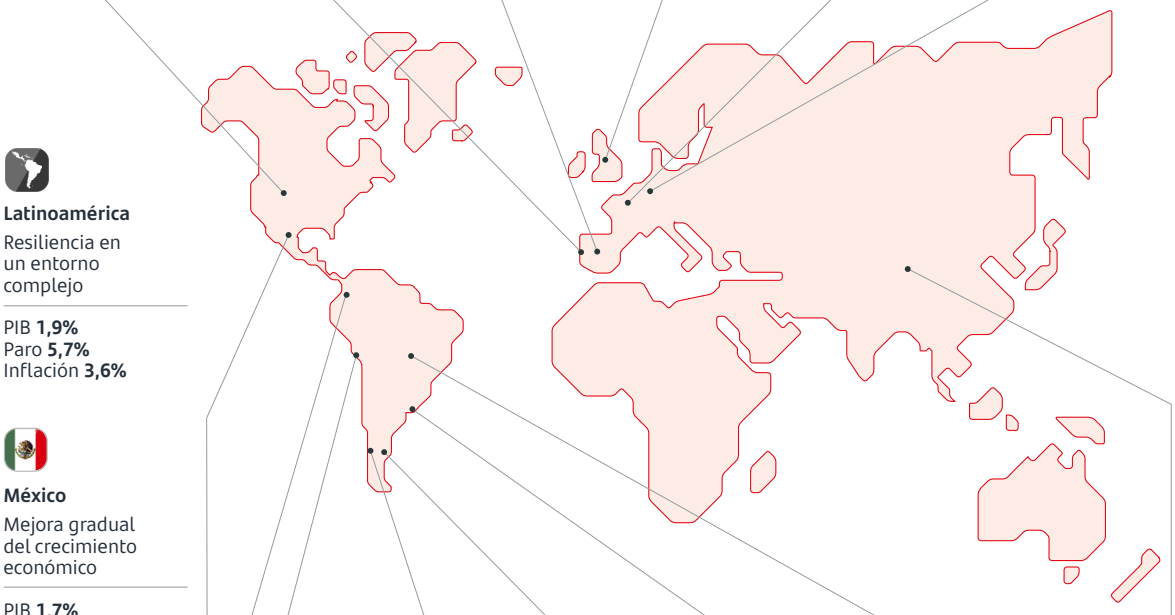
Rentabilidades de los bonos soberanos a 30 años y prima por plazo a 10 años en los principales mercados desarrollados

La mayor demanda de capital y las necesidades fiscales elevan las rentabilidades a 30 años en los mercados desarrollados

Fuente: Bloomberg. Datos a 18/11/2026



Proyecciones macroeconómicas 2027



Estados Unidos
Crecimiento sólido, con la desinflación como principal reto

PIB **2,2%**
Paro **4,2%**
Inflación **2,5%**

Portugal
Crecimiento estable y moderado sobre bases más sólidas

PIB **2,1%**
Paro **6,1%**
Inflación **2,4%**

España
Una economía que vuelve a mantener su impulso

PIB **2,2%**
Paro **9,4%**
Inflación **2,9%**

Reino Unido
Crecimiento estable pese a las presiones externas

PIB **0,9%**
Paro **5,4%**
Inflación **3,3%**

Francia
Crecimiento débil y foco en la consolidación fiscal

PIB **0,8%**
Paro **8,3%**
Inflación **2,1%**

Alemania
Estímulo fiscal y retos estructurales

PIB **1,2%**
Paro **6,3%**
Inflación **2,6%**

Eurozona
De la resiliencia a la transformación

PIB **1,4%**
Paro **6,3%**
Inflación **2,6%**

Latinoamérica
Resiliencia en un entorno complejo

PIB **1,9%**
Paro **5,7%**
Inflación **3,6%**

México
Mejora gradual del crecimiento económico

PIB **1,7%**
Paro **3,2%**
Inflación **3,9%**

China
El próximo capítulo del crecimiento

PIB **4,5%**

Colombia
Hacia un modelo de crecimiento más equilibrado

PIB **2,0%**
Paro **10,1%**
Inflación **5,1%**

Perú
Economía de fondo sólida e inversión más allá de la recuperación

PIB **3,2%**
Paro **5,0%**
Inflación **3,0%**

Chile
Punto de inflexión con la inversión al frente

PIB **3,5%**
Paro **8,5%**
Inflación **3,5%**

Argentina
Una macroeconomía más sólida para la próxima etapa

PIB **2,7%**
Paro **7,1%**
Inflación **23,0%**

Uruguay
Recuperación moderada con límites a la inversión

PIB **1,5%**
Paro **8,1%**
Inflación **4,8%**

Brasil
Un año de reequilibrio macroeconómico

PIB **1,3%**
Paro **6,0%**
Inflación **4,4%**

PIB e inflación en tasa media anual; paro, nivel de llegada a final de año.

¿Pueden los mercados absorber una mayor demanda de capital?



El ciclo de inversión se está convirtiendo en un ciclo de financiación. La IA está pasando de ser una historia tecnológica poco intensiva en activos a impulsar un despliegue de centros de datos, chips, sistemas eléctricos y redes que exige grandes cantidades de capital. A medida que las necesidades de inversión superan la generación interna de caja, incluso las compañías tecnológicas más sólidas recurren en mayor medida a bonos, financiación de proyectos, capital privado y mercados de renta variable. El coste y la estructura del capital se convierten así en elementos centrales de las decisiones de inversión y elevan la importancia de la economía de los proyectos y de sus compromisos financieros a largo plazo.

Nuestro escenario central es de mayor selectividad, no de escasez de financiación. Los mercados de capitales siguen abiertos y los fundamentales empresariales permiten que el ciclo continúe. Sin embargo, no todos los prestatarios, proyectos o modelos de negocio accederán al capital en las mismas condiciones. **Los inversores de crédito y renta variable exigirán una compensación mayor por el apalancamiento, la intensidad de capital y el riesgo de ejecución.**

5 SEÑALES A VIGILAR



Generación de caja

Flujo de caja libre, cobertura del *capex*, márgenes y ROIC.



Emisión de bonos

Emisiones con grado de inversión, refinanciación y primas.



Flujos de crédito

Captación, préstamos, condiciones, impagos y recobros.



Condiciones de financiación

Diferenciales corporativos, CDS, primas de nueva emisión y costes.



Salidas a bolsa

Volumen, suscripciones, valoraciones y evolución en bolsa.

3. Financiar un mundo más intensivo en capital

El despliegue de la IA pasa de limitaciones físicas a financieras. Al superar la inversión la capacidad de autofinanciación, la continuidad del ciclo dependerá cada vez más de los mercados de capitales.

El capítulo anterior mostraba por qué la inteligencia artificial podría desencadenar uno de los mayores ciclos de expansión de las infraestructuras de la historia económica moderna. La construcción de centros de datos, capacidad de generación eléctrica y redes digitales a esa escala podría requerir una de las mayores movilizaciones de capital privado de la historia.

A medida que el gasto supera de forma creciente el flujo de caja generado internamente, incluso las mayores compañías tecnológicas están recurriendo a una gama más amplia de fuentes de financiación. **Por tanto, el reto ya no se limita a construir las infraestructuras, sino que se extiende también a su financiación.** La magnitud de este ciclo dependerá no sólo del capital que puedan aportar los mercados, sino también de las vías de financiación disponibles y de su coste.

El gráfico inferior refleja esta transición. Entre los grandes proveedores tecnológicos a hiperescala, como Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta y Oracle, el gasto de capital crece a un ritmo anual superior al 80%, frente al avance de aproximadamente el 27% del flujo de caja operativo. Según las estimaciones actuales, en el tercer trimestre de 2026 el gasto de capital agregado superó el flujo de caja operativo, lo que situó el flujo de caja libre agregado en cero y marcó **el paso de un modelo basado en la autofinanciación empresarial hacia una mayor dependencia del capital externo.**

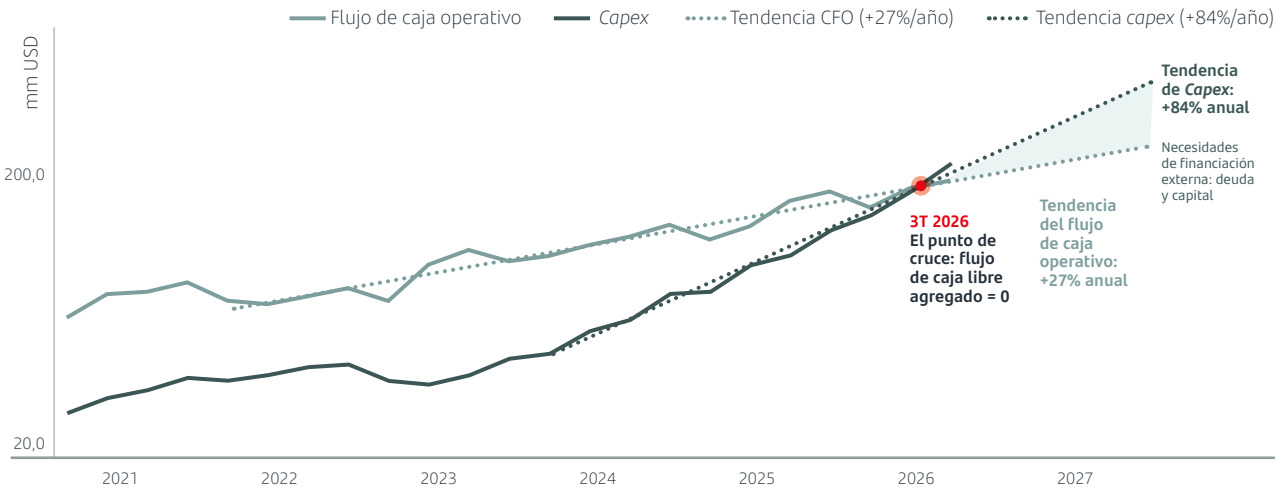
La cuestión clave no es únicamente si existe capital suficiente, sino cómo se financiará esta demanda creciente y cómo se distribuirán los riesgos asociados. ¿Qué compañías podrán continuar financiándose con recursos propios? ¿En cuáles aumentará el apalancamiento? ¿Qué proporción del riesgo se trasladará a la financiación de proyectos y a los mercados privados? ¿Y qué rentabilidad exigirán los inversores? Las respuestas a estas preguntas determinarán si el ciclo de inversión en inteligencia artificial puede seguir ampliándose.

A medida que el flujo de caja interno cubra una menor parte del despliegue de la IA, el capital externo determinará en mayor medida qué proyectos siguen adelante.

Inversión agregada y flujo de caja operativo trimestral, miles de millones de USD

Infraestructura de IA: la inversión supera la generación interna de caja

Fuente: Bloomberg. Datos a 30 de octubre de 2026. Agregado de Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta y Oracle. Las proyecciones se basan en datos históricos y supuestos internos; los resultados reales pueden diferir significativamente.



3.1 Los mercados de bonos imponen disciplina crediticia

Al superar la inversión en IA el flujo de caja interno, los bonos se vuelven una fuente clave de financiación externa. Con la deuda aumenta el escrutinio del apalancamiento, la caja y el riesgo de ejecución.

La mayor dependencia de la deuda está cambiando la evaluación del crédito tecnológico. Las compañías líderes siguen siendo muy rentables, pero un modelo más intensivo en capital reduce la flexibilidad derivada de unos márgenes elevados, un rápido crecimiento y abundante flujo de caja libre. **Al aumentar el apalancamiento, los acreedores deben valorar si los flujos de caja futuros sostendrán la deuda necesaria para ampliar capacidad.**

El gráfico muestra esta reevaluación en la estructura de capital. La ampliación de los diferenciales de los CDS a cinco años indica que los bonistas exigen mayor compensación por el riesgo de crédito tecnológico, mientras que la caída de los múltiplos bursátiles refleja un mayor descuento del crecimiento futuro. Ambos mercados señalan lo mismo: **el crecimiento sigue siendo atractivo, pero financiar una expansión intensiva en capital exige mayor compensación.**

Los mercados de bonos ya discriminan más entre emisores. Algunos bonos tecnológicos a largo plazo cotizan por debajo de su precio de emisión y ofrecen rentabilidades superiores a la deuda con grado de inversión. Oracle ejemplifica esta reevaluación, mientras los inversores analizan el impacto de una mayor intensidad de capital sobre el apalancamiento, la generación de caja y el riesgo de ejecución.

Esto no implica un mercado cerrado, sino una mayor diferenciación entre emisores y estructuras de financiación. Las compañías con balances sólidos y vías claras de monetización deberían conservar un mejor acceso al capital, mientras que los proyectos más apalancados o especulativos afrontarán mayores exigencias.

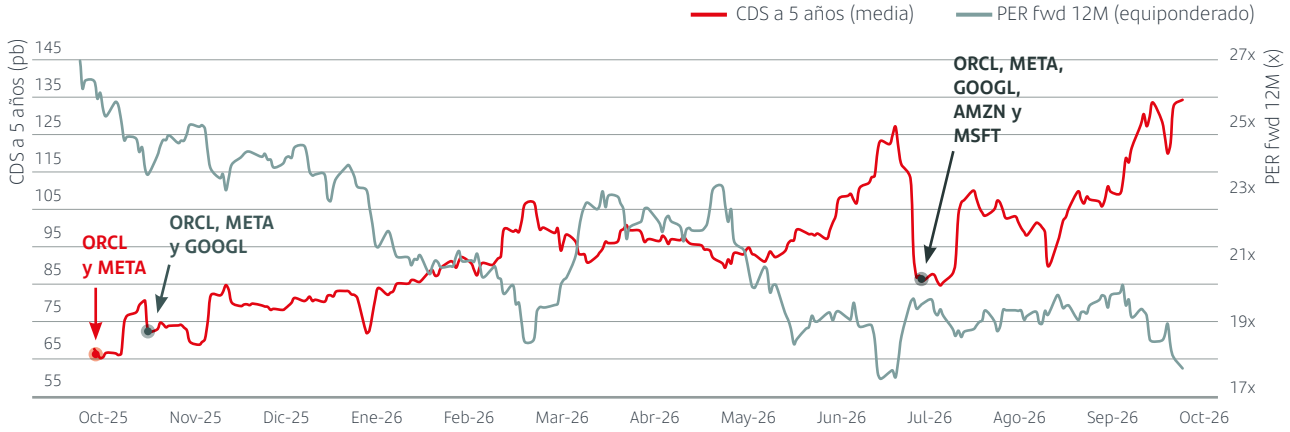
Los mercados de bonos están imponiendo mayor disciplina financiera al ciclo de la IA. El acceso a la deuda sigue abierto, pero el crecimiento intensivo en capital debe acreditar una vía creíble para generar la caja necesaria para atenderla. Las cuestiones clave son quién puede emitir deuda, a qué precio y en qué condiciones.

Los mercados de deuda no frenan el despliegue de la inteligencia artificial, pero sí determinan quién puede financiarlo, en qué condiciones y a qué coste.

Diferenciales de los CDS a cinco años y PER a 12 meses vista de las principales compañías tecnológicas estadounidenses

Las crecientes necesidades de inversión llevan a los inversores en crédito y renta variable a exigir una mayor compensación por el riesgo de los hiperescaladores

Fuente: Bloomberg, elaboración propia. Datos a 10/11/2026. Los puntos marcan la incorporación de cada compañía a la media de CDS: hasta el 30 de octubre de 2025, sólo ORCL; después, ORCL y META; GOOGL se añade el 21 de noviembre de 2025, y las cinco compañías se incluyen desde el 4-5 de agosto de 2026.



3.2 Evaluar el riesgo en la cadena de IA

El rápido crecimiento del crédito asociado a nuevas tecnologías ha ocasionado, en algunos casos, pérdidas a inversores y prestamistas.

Los ciclos anteriores muestran que las tecnologías transformadoras pueden generar un enorme valor económico y, al mismo tiempo, provocar pérdidas para quienes las financian. El motivo es el desfase temporal: el capital se compromete antes de conocer plenamente la demanda futura, los ingresos y quiénes serán los ganadores. La IA plantea el mismo reto.

Las grandes empresas tecnológicas parten de balances sólidos, ingresos recurrentes y una elevada generación de caja. Pero la escala del despliegue está ampliando sus compromisos financieros. Junto con el aumento de la inversión y la deuda, las compañías firman arrendamientos plurianuales, contratos de capacidad, acuerdos de compra de chips, compromisos de inversión en centros de datos y contratos de suministro energético. Estos acuerdos permiten asegurar recursos escasos, pero comprometen flujos de caja futuros antes de que los ingresos asociados sean visibles. Por ello, **el análisis crediticio debe ir más allá de la deuda declarada** e incorporar los compromisos asumidos para los próximos años.

Estos compromisos aumentan la interdependencia en la cadena de la IA. Una gran empresa tecnológica puede invertir en un desarrollador de IA que, a su vez, se convierte en uno de sus principales clientes de servicios en la nube. Al mismo tiempo, algunos proveedores financian a sus clientes o dependen de un número reducido de compradores. **El riesgo no reside sólo en el endeudamiento, sino también en la concentración:** varias capas de la cadena pueden depender de la misma demanda final y de unos mismos flujos de caja. Esto no significa que esos ingresos sean artificiales, pero hace más importantes la diversificación de clientes, la demanda independiente y la recurrencia de los flujos de caja.

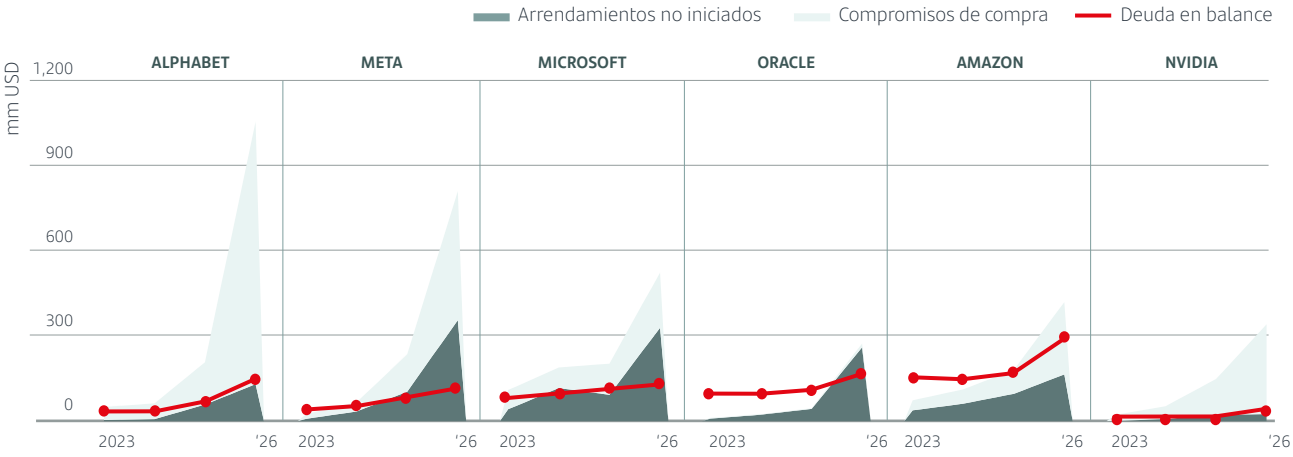
El análisis del riesgo de crédito debe abarcar, por tanto, no solo la deuda registrada, sino también la duración, la flexibilidad y la concentración de los compromisos a largo plazo. A medida que avanza el despliegue, entender quién asume en última instancia esos compromisos resulta tan importante como medir la deuda declarada.

El despliegue de la IA genera obligaciones más allá de la deuda contabilizada, situando los compromisos sobre flujos de caja futuros y quién los asume en el centro del riesgo crediticio.

Grandes tecnológicas: deuda declarada y compromisos futuros, miles de millones de USD

Los compromisos futuros de la IA superan ampliamente la deuda declarada

Fuente: Informes 10-K de las compañías, elaboración propia. Arrendamientos no iniciados: arrendamientos firmados que aún no han comenzado (fuera de balance). Compromisos de compra: compromisos de compra no cancelables (recogidos en las notas de compromisos de cada 10-K/10-Q). Deuda en balance: deuda financiera más pasivos por arrendamiento reconocidos. Fecha de referencia: cierre del ejercicio fiscal de cada compañía; 2026 = último informe publicado.



3.3 Centros de datos: el nuevo crédito detrás de la infraestructura de IA

Los compromisos a largo plazo de los grandes proveedores de servicios en la nube permiten captar financiación fuera de balance. La clave reside en cómo cambia el riesgo al trasladar la financiación a proyectos específicos.

La escala del despliegue exige cada vez más capital externo. Los vehículos de propósito especial permiten atraer inversores y separar el activo y su financiación del balance de la empresa usuaria. Esto amplía las fuentes de financiación, pero concentra el endeudamiento y el riesgo en el proyecto, con menor visibilidad en el balance de la empresa tecnológica.

La presencia de un arrendatario solvente reduce el riesgo sobre los ingresos, pero no elimina los riesgos propios del proyecto. Los flujos de caja sólo comienzan a generarse cuando la instalación está terminada, conectada a la red y operativa. Los retrasos en la construcción, las limitaciones de la red eléctrica, los problemas con los permisos o la falta de equipos pueden encarecer la financiación antes de que se generen ingresos. **La incertidumbre regulatoria también está aumentando en EE. UU.** La preocupación por el precio de la electricidad, la capacidad de la red, el consumo de agua y el impacto local puede condicionar la ubicación de los proyectos y sus plazos de ejecución.

El desajuste de plazos añade otro riesgo: la financiación puede tener un horizonte más largo que la visibilidad tecnológica del activo. Los centros de datos pueden permanecer operativos durante décadas, pero la arquitectura de computación, la densidad energética y los sistemas de refrigeración evolucionan con mucha mayor rapidez. El valor de recuperación depende de la ubicación, el acceso a la energía, la capacidad de adaptación y la posibilidad de atraer a otro arrendatario, no sólo del edificio.

Por ello, **la deuda de los centros de datos debe valorarse atendiendo a los fundamentales del proyecto y no solo a la solvencia del arrendatario.** El análisis debe incorporar el riesgo de construcción, las protecciones contractuales, la concentración de clientes, el endeudamiento, el riesgo de refinanciación y el valor residual. La clave es determinar qué protección ofrece la estructura si la obra se retrasa, la tecnología cambia o el arrendatario deja de necesitar la capacidad contratada.

Los centros de datos exigen una prima de riesgo por proyecto: los inquilinos sólidos ayudan, pero la construcción, el apalancamiento y los valores de recuperación determinan el precio.

Ciclo de financiación de la infraestructura de IA: participantes clave, flujos de capital y posibles puntos de quiebra

Utilización, ejecución, obsolescencia y refinanciación son las cuatro vulnerabilidades clave

Fuente: Elaboración propia

Cuatro puntos de ruptura
El bucle falla cuando caja y deuda se desacompasan.

1. **Utilización**
   Una menor demanda o uso reduce los ingresos y la cobertura de la deuda.
2. **Ejecución**
   Los retrasos en energía y puesta en marcha aplazan la generación de caja.
3. **Obsolescencia**
   El *hardware* pierde valor antes de completar su amortización financiera.
4. **Refinanciación**
   Tipos y diferenciales al alza lastran los proyectos que requieren deuda.



3.4 Las OPV abren el siguiente canal de financiación

La bolsa se perfila como el próximo gran canal de financiación del ciclo de la IA. Una posible ola de grandes salidas a bolsa pondrá a prueba la capacidad de los mercados para absorber nuevas emisiones.

El sentido de los flujos bursátiles empieza a cambiar: tras años de recompras, **las empresas vuelven a recurrir al mercado para financiar su crecimiento.** El gráfico de la izquierda refleja este cambio: tras años en los que las empresas fueron compradoras netas de acciones, las ofertas públicas de venta (OPV), las ampliaciones de capital y otras emisiones vuelven a ganar peso. Por primera vez en mucho tiempo, el saldo entre emisiones y dividendos más recompras es negativo para el inversor.

La posible magnitud de esta ola de salidas a bolsa hace especialmente relevante el cambio. El gráfico de la derecha muestra que unas pocas operaciones de gran tamaño podrían incorporar al mercado un volumen excepcional de nuevas acciones. **Estas emisiones competirán por el capital que los inversores destinan a las compañías ya cotizadas. Por tanto, la capacidad del mercado para absorber la nueva oferta también forma parte de la prueba del capital.**

La comparación con la era puntocom es tentadora, pero incompleta. A finales de los años noventa, muchas compañías salieron a bolsa sin ingresos relevantes ni modelos de negocio consolidados. Hoy, **la mayor profundidad de los mercados privados permite a las empresas permanecer fuera de bolsa durante más tiempo y alcanzar una escala comercial muy superior antes de cotizar.** La nueva ola puede ser excepcional por su tamaño, pero estaría liderada por compañías con más ingresos, mayor adopción comercial y modelos de negocio más desarrollados.

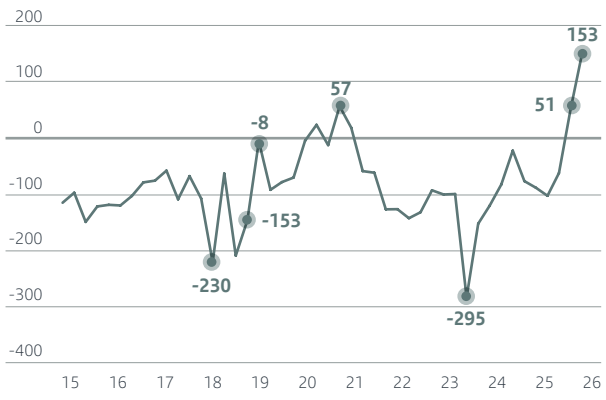
La OPV de Anthropic ha ofrecido una primera prueba relevante del apetito de los inversores por las grandes salidas a bolsa vinculadas a la IA. El rápido crecimiento de sus ingresos, junto con la elevada inversión necesaria para desarrollar y ampliar modelos de IA de frontera, ilustra tanto las crecientes necesidades de capital del sector como la disposición de los mercados públicos a financiarlas. La operación demostró que la renta variable cotizada puede ampliar la base de financiación más allá de las grandes tecnológicas autofinanciadas, mientras que la evolución inicial de la acción volvió a poner de manifiesto la importancia de la disciplina de valoración. La siguiente prueba será comprobar si las compañías de IA cotizadas pueden convertir el acceso al capital en beneficios duraderos, flujos de caja y rentabilidades atractivas para sus inversores.

La renta variable amplía las fuentes de financiación, pero el éxito bursátil exige madurez comercial, valoraciones justificadas y rentabilidad para el inversor.

Emisión neta de acciones en EE. UU. (miles de millones de USD)

El auge inversor marca el giro hacia la captación de capital

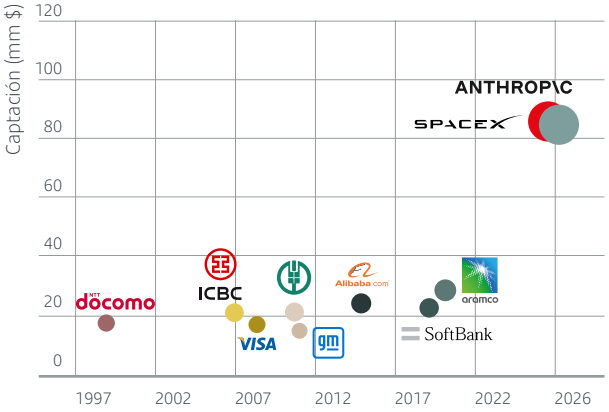
Fuente: Bloomberg, elaboración propia



Grandes salidas a bolsa seleccionadas por importe captado, miles de millones de dólares estadounidenses

Las OPVs vinculadas a la IA podrían generar una elevada oferta de nuevas acciones

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



3.5 La financiación sigue abierta mientras los mercados exigen más disciplina

Nuestro escenario central es que los mercados de capital sigan financiando el ciclo de inversión en IA, pero con condiciones cada vez más selectivas.

Los datos aún no apuntan a una escasez generalizada de capital. Como muestra el gráfico, **las condiciones financieras se han endurecido desde niveles excepcionalmente laxos, pero los diferenciales de crédito y el acceso a financiación siguen siendo propios de mercados que funcionan.** El ajuste de precios analizado en el capítulo refleja, más bien, una mayor selectividad entre modelos de negocio, balances y estructuras de financiación.

Unos costes de financiación más altos no indican por sí solos estrés financiero. Los diferenciales corporativos siguen contenidos pese al alza de las rentabilidades soberanas. Esto sugiere que buena parte del encarecimiento responde a unos tipos libres de riesgo más altos, no a un deterioro generalizado de la solvencia empresarial. La diferencia importa: los inversores cobran más por riesgos concretos sin retirar capital del sistema.

Los mercados de deuda y renta variable conservan una capacidad de financiación sustancial. Los bonos pueden absorber emisiones, el capital privado financiar infraestructuras y la bolsa reabrirse a grandes OPV. El cambio común a estos canales es el precio: **los inversores exigen mayor rentabilidad cuando aumentan el endeudamiento, la duración, la complejidad o el riesgo de ejecución.**

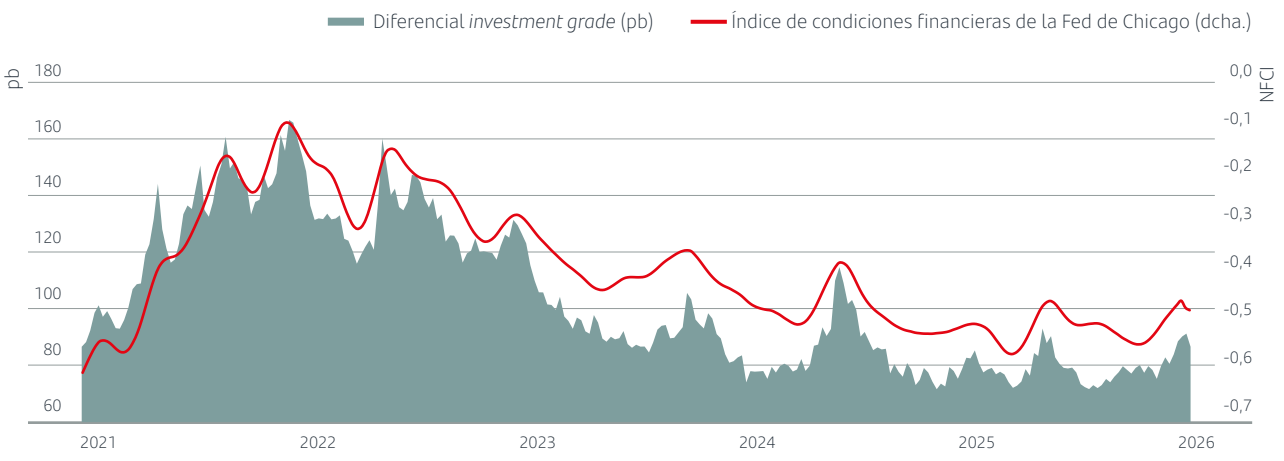
Este es el entorno de financiación de la próxima fase del ciclo. **El capital sigue disponible, pero el acceso depende cada vez más de la solidez del balance, la visibilidad del flujo de caja y una ejecución creíble.** Los emisores más sólidos podrán seguir financiando la inversión en condiciones atractivas; las estructuras más débiles deberán ofrecer mayor rentabilidad, más protección o más capital propio. El ciclo puede continuar, pero con menos margen para errores de financiación.

El capital puede seguir financiando el futuro, pero la calidad determinará cada vez más el acceso, el precio y las condiciones.

Diferenciales de crédito con grado de inversión y condiciones financieras en EE. UU.

Las condiciones financieras se han endurecido recientemente, pero los diferenciales de crédito siguen apuntando a una amplia capacidad de financiación y no a tensiones de mercado

Fuente: Bloomberg. El National Financial Conditions Index (NFCI) se construye con un valor medio de cero y una desviación típica de uno en un periodo muestral que se remonta a 1973. Los valores positivos del NFCI indican condiciones financieras más restrictivas que la media, y los negativos, más laxas que la media. Datos a 18/11/2026



¿Respaldan los fundamentales las valoraciones actuales?



Los fundamentales empresariales llegan a 2027 desde una posición excepcionalmente sólida. Las cotizadas encadenan una expansión histórica de los beneficios y los márgenes operativos se mantienen cerca de sus máximos históricos. Sin embargo, un buen negocio no siempre es una buena inversión: los beneficios deberán seguir justificando las expectativas incorporadas en los precios.

La solidez de los beneficios, los márgenes y la productividad continúa respaldando los mercados. La moderación de los múltiplos mejora el punto de partida, pero el mayor coste del capital exige una asignación más disciplinada. **La próxima prueba será convertir el crecimiento en flujos de caja y mantener una rentabilidad atractiva sobre el capital invertido.**

5 SEÑALES A VIGILAR



Aceleración del BPA

Crecimiento del BPA y de los ingresos y previsiones de beneficios.



Productividad y márgenes

Márgenes operativos y brutos, guías de rentabilidad.



Expectativas de analistas

Consenso de BPA, revisiones y precios objetivo.



Riesgos de concentración

Concentración del *capex*, financiación de proveedores y partes vinculadas.



Valoración entre activos

Rentabilidad de los beneficios, TIR y prima de riesgo de la renta variable.

4. Beneficios excepcionales ante una mayor disciplina de valoración

Los capítulos anteriores recorrieron el ciclo del capital: cómo la geopolítica redirige los flujos, cómo la productividad transforma la economía y si los mercados pueden financiar un futuro cada vez más intensivo en capital. **La prueba final es si esa inversión genera los beneficios, la caja y la rentabilidad sobre el capital necesarios para justificar las expectativas del mercado.** Aquí, los fundamentales se enfrentan a las valoraciones.

Los beneficios empresariales llegan a 2027 desde un punto de partida excepcional, tras una de las mayores expansiones no cíclicas registradas. Los márgenes mantienen su solidez y la productividad mejora, respaldando una trayectoria favorable de los beneficios. El liderazgo bursátil actual se apoya en una capacidad real de generación de resultados, mientras que la moderación de los múltiplos mejora el punto de partida. **La cuestión no es si los fundamentales son sólidos, sino cuánta fortaleza futura incorporan ya los precios.**

El aumento de la rentabilidad de los bonos ha elevado el retorno disponible fuera de la renta variable y, con ello, el listón para invertir en bolsa. El crecimiento de los beneficios sigue siendo sólido, pero la rentabilidad futura dependerá menos de una nueva expansión de los múltiplos y más de los resultados, la solidez de los márgenes y la generación de caja. La prueba del capital pasa de determinar si la inversión puede financiarse a evaluar si ofrece una rentabilidad suficientemente atractiva.

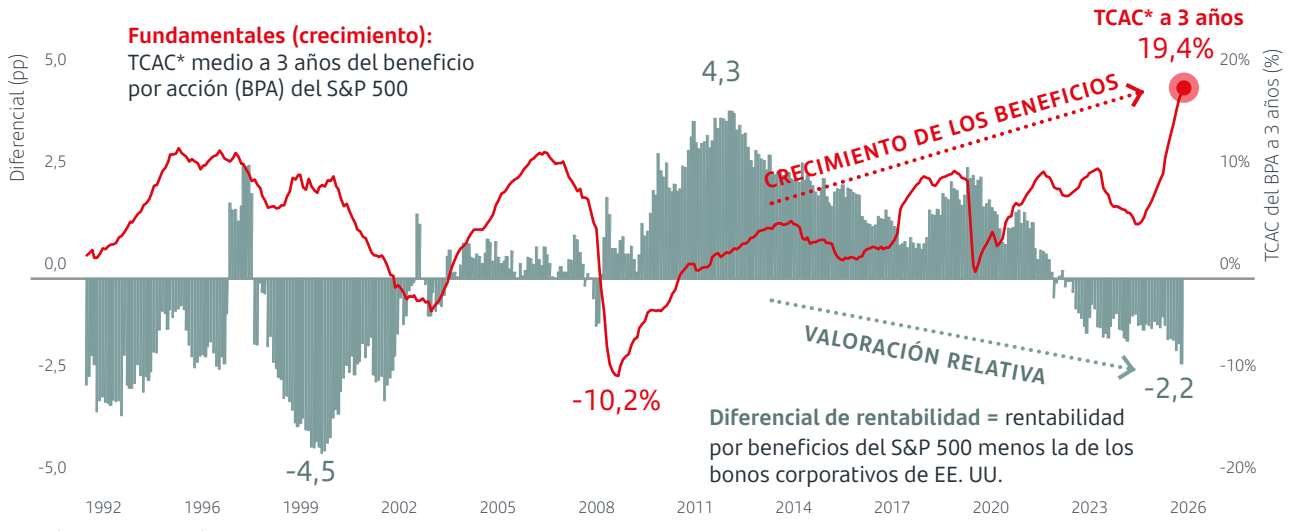
El mercado ya no premia indiscriminadamente cualquier historia vinculada a la IA. Los inversores miran más allá del crecimiento para evaluar la durabilidad de los beneficios y si la IA refuerza o altera las ventajas competitivas. La exposición a la IA, por sí sola, no basta. La diferencia estará entre las compañías capaces de convertir la inversión en beneficios, caja y una rentabilidad atractiva sobre el capital invertido, y aquellas que necesiten cada vez más capital simplemente para sostener su crecimiento. Como ha señalado Howard Marks, **importa la calidad del negocio, pero también las expectativas incorporadas en su precio.**

Unos fundamentales sólidos y valoraciones más equilibradas ofrecen apoyo, pero los retornos futuros dependerán de que beneficios, caja y ROIC superen las expectativas incorporadas.

Crecimiento del BPA del S&P 500 a 3 años y diferencial frente a bonos corporativos de Estados Unidos

Los beneficios crecen al mayor ritmo en décadas, pero el alza de la rentabilidad de los bonos ha restado atractivo relativo a la renta variable y ha elevado el umbral de rentabilidad futura

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 18/11/2026



*Tasa de crecimiento anual compuesto.

4.1 Un boom tecnológico respaldado por beneficios, no por múltiplos

La comparación con la era puntocom es inevitable, pero la estructura financiera de ambos ciclos es muy distinta.

Ambos periodos están marcados por tecnologías capaces de transformar la economía, atraer cantidades extraordinarias de capital y situar al sector tecnológico en el centro del liderazgo bursátil. **La diferencia reside en hasta qué punto los beneficios han respondido a las expectativas.**

Durante el auge de internet, las valoraciones tecnológicas se distanciaron de las del resto del mercado sin que los beneficios acompañaran ese avance. **Los inversores pagaron múltiplos cada vez más elevados por un crecimiento futuro que aún no se reflejaba en los resultados.** Cuando las expectativas se adelantaron demasiado a los beneficios, el ajuste recayó principalmente en las valoraciones.

El ciclo tecnológico actual presenta un patrón distinto. **Los beneficios del sector han crecido mucho más que los del resto del mercado, mientras que la diferencia entre sus múltiplos de valoración es mucho más moderada.** Varias de las principales compañías tecnológicas ya convierten la demanda vinculada a la IA en ingresos y beneficios. El liderazgo actual se apoya, por tanto, en una base de resultados más sólida, y no principalmente en la expansión de los múltiplos o en expectativas lejanas.

Una revolución tecnológica no equivale a una burbuja bursátil, y la fortaleza del ciclo de beneficios sugiere que el mercado está recompensando resultados económicos reales. **Aun así, incluso una compañía de calidad puede ofrecer una rentabilidad insuficiente si su precio ya descuenta unos resultados excepcionales durante un periodo prolongado.**

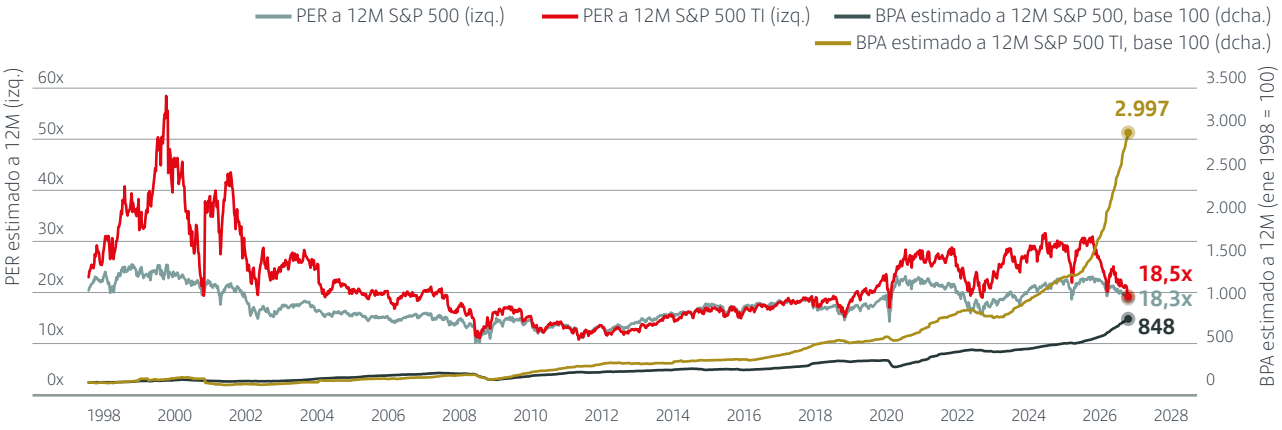
Ya no se trata de determinar si los beneficios tecnológicos son reales, sino si serán duraderos a medida que aumente la inversión, se intensifique la competencia y madure el ciclo. Los inversores deberán distinguir cada vez más entre las compañías capaces de convertir la inversión en beneficios sostenidos, flujos de caja y una rentabilidad atractiva sobre el capital, y aquellas que necesiten cada vez más recursos simplemente para mantener su ritmo de crecimiento.

Unos beneficios sólidos justifican el liderazgo tecnológico, pero no cualquier valoración.

PER a 12 meses y BPA estimado: S&P 500 vs. Tecnología de la Información

A diferencia de la era puntocom, los beneficios tecnológicos han subido mucho más que las valoraciones, lo que da una base fundamental más sólida al liderazgo del mercado

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 18/11/2026



4.2 El ciclo de beneficios de la IA se amplía a otras regiones

La fortaleza de los beneficios que respalda el liderazgo tecnológico de EE. UU. se extiende a otros mercados.

A medida que la inversión en IA redefine dónde se generan los beneficios, **la composición sectorial de cada mercado cobra mayor importancia en la evolución regional de los resultados y los márgenes.** Los mercados más expuestos a semiconductores y memorias registran algunas de las mejoras más claras de rentabilidad.

El ciclo de beneficios se extiende más allá de los líderes tecnológicos estadounidenses. Nvidia y Micron se benefician de la demanda de infraestructuras de IA, al igual que TSMC en la fabricación avanzada de semiconductores y SK Hynix en memorias de alto rendimiento. En Europa, ABB y Schneider Electric participan en el despliegue de la electrificación y las infraestructuras energéticas y de datos. La mejora de la rentabilidad en distintos eslabones de la cadena de valor amplía las fuentes de crecimiento de los beneficios a más sectores y regiones.

Esta evolución explica por qué el comportamiento bursátil regional no puede analizarse sólo desde la macroeconomía o las valoraciones agregadas. **La composición sectorial resulta cada vez más determinante.** Los mercados más expuestos a las compañías que captan el valor de la inversión en IA muestran mayor dinamismo de los beneficios y mejores márgenes; otros participan de forma más limitada.

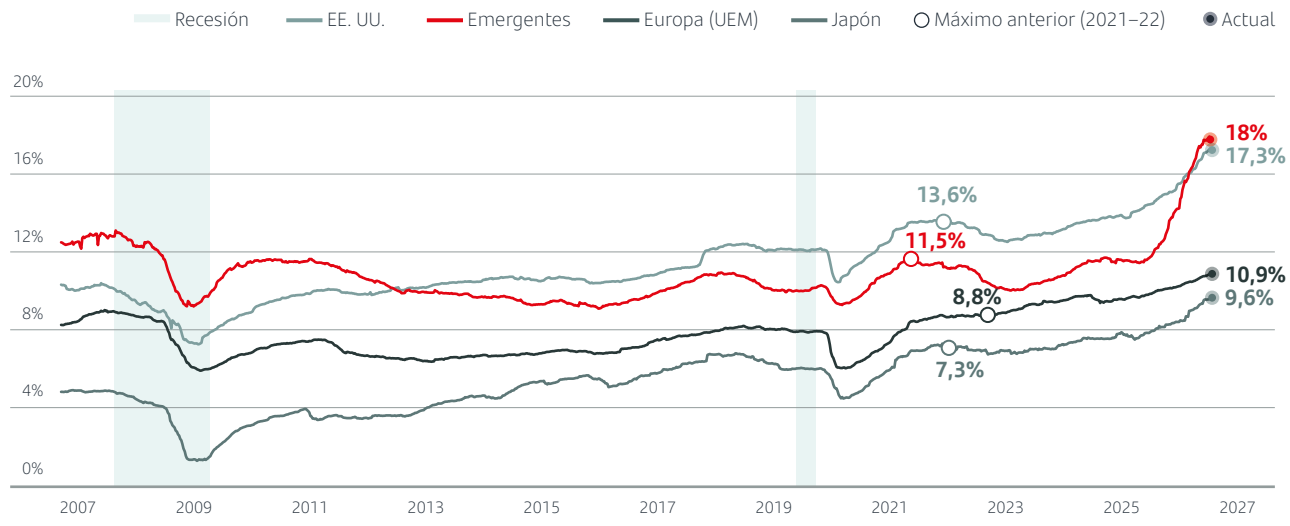
El récord de márgenes, sin embargo, no zanja el debate. A medida que madure el ciclo, el liderazgo dependerá menos de alcanzar nuevos máximos y más de preservar la rentabilidad ante el aumento de la inversión y la competencia. **El foco pasa de los márgenes actuales a la capacidad de generar flujos de caja duraderos y una rentabilidad atractiva sobre el capital.**

El ciclo de beneficios de la IA se amplía geográficamente. La siguiente prueba será convertir los márgenes actuales en flujos de caja duraderos y rentabilidades atractivas sobre el capital.

Márgenes de beneficios estimados en los principales mercados de renta variable

Los márgenes de los mercados emergentes lideran, mientras que los de EE. UU., Europa y Japón también superan sus máximos anteriores

Fuente: Bloomberg; elaboración propia. Margen de beneficio estimado = beneficio neto estimado por el consenso / ventas estimadas por el consenso. Datos a 09/10/2026



4.3 En busca de los ganadores de productividad de la IA

El ciclo de la IA ha creado un enorme valor, pero hasta ahora lo han captado principalmente los proveedores de infraestructuras escasas. La próxima fase mostrará si la adopción amplía el número de beneficiarios.

El número de compañías con una capitalización superior al billón de dólares estadounidenses ha crecido con rapidez, pero **el liderazgo bursátil sigue concentrado en un reducido grupo de tecnológicas.** Su escala, con pocos precedentes históricos, refleja tanto el valor creado por el despliegue de la IA como su concentración entre los principales beneficiarios.

Este liderazgo se apoya en beneficios reales, aunque la rentabilidad excepcional también responde a la escasez. Las limitaciones en semiconductores, memorias y capacidad de computación han reforzado el poder de fijación de precios y los márgenes en eslabones clave de la infraestructura de IA. **El crecimiento de los beneficios refuerza así el vínculo entre capacidad escasa, resultados y liderazgo bursátil.**

A medida que aumente la capacidad, **la creación de valor debería ampliarse.** El foco inversor pasará de quién suministra la infraestructura a qué compañías utilizan la IA para reducir costes, mejorar procesos, reforzar márgenes o generar ingresos. Las oportunidades se extenderían hacia empresas capaces de traducir su adopción en mejoras económicas medibles.

Las señales de esta transición aún son desiguales. Más compañías superan el billón de dólares estadounidenses de capitalización, pero la escala de las mayores confirma que la concentración sigue siendo elevada. **El liderazgo de la IA sigue concentrado en los proveedores de infraestructura. Para que el ciclo se amplíe, las compañías usuarias deberán convertir las mejoras de productividad en beneficios, flujos de caja y rentabilidades atractivas sobre el capital.**

La próxima prueba no será construir más capacidad, sino utilizarla para generar beneficios duraderos.

Empresas que superan el billón de USD de capitalización bursátil

La tecnología aún domina, pero las fuentes de valor bursátil se amplían gradualmente

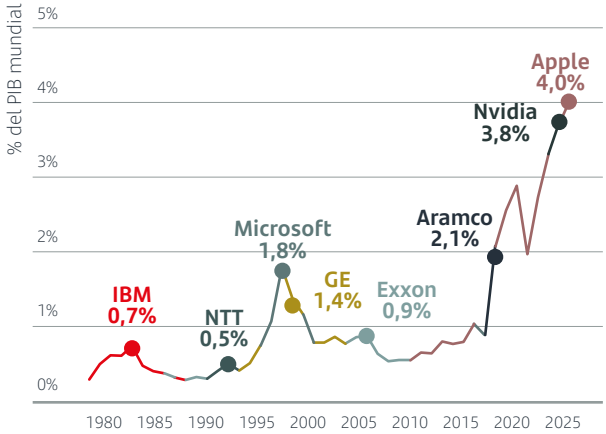
Fuente: Bloomberg, elaboración propia. Datos a 17/11/2026

Año > 1 bill. $	Compañía	Sector	País	Capitalización actual
2018	Apple	Tecnología	EE. UU.	**5,1 bill. $**
2019	Microsoft	Tecnología	EE. UU.	**3,8 bill. $**
	Saudi Aramco	Energía	Arabia S.	**1,7 bill. $**
2020	Alphabet	Comunicaciones	EE. UU.	**3,5 bill. $**
	Amazon	Consumo discrecional	EE. UU.	**2,9 bill. $**
2021	Meta Platforms	Comunicaciones	EE. UU.	**1,6 bill. $**
	Tesla	Consumo discrecional	EE. UU.	**1,5 bill. $**
2023	NVIDIA	Tecnología	EE. UU.	**3,7 bill. $**
2024	Broadcom	Tecnología	EE. UU.	**1,7 bill. $**
	Berkshire Hathaway	Financiero	EE. UU.	**1,2 bill. $**
	TSMC	Tecnología	Taiwán	**1,7 bill. $**
2025	Eli Lilly	Salud	EE. UU.	**1,3 bill. $**
2026	SpaceX	Industria	EE. UU.	**2,0 bill. $**
	Anthropic	Tecnología	EE. UU.	**1,2 bill. $**

Capitalización de la mayor compañía cotizada como porcentaje del PIB mundial

La mayor cotizada del mundo representa ya una proporción excepcional del PIB mundial

Fuente: Bloomberg, Bridgewater y elaboración propia. Datos a 03/11/2026. La capitalización bursátil y el PIB miden conceptos económicos distintos; la comparación se presenta únicamente para ilustrar la escala.



4.4 El test del capital eleva el umbral de rentabilidad

Los sólidos beneficios y las mayores rentabilidades de los bonos están ampliando las fuentes de retorno de las carteras. Aprovecharlas exige una mayor selectividad tanto en renta variable como en renta fija.

El contexto ha cambiado. **La incertidumbre geopolítica, las necesidades persistentes de financiación pública y la escala de la inversión en IA mantienen el coste del capital por encima de los niveles registrados durante gran parte de la última década.** Para el inversor, ello eleva la rentabilidad exigida a cada activo y prima la solidez del balance, la visibilidad del flujo de caja y una asignación disciplinada del capital.

En bolsa, la oportunidad va más allá del crecimiento aparente. Los beneficios sólidos, los márgenes resistentes y la mejora de la productividad ofrecen respaldo fundamental, y la moderación de los múltiplos mejora el punto de partida. **La rentabilidad futura dependerá menos de una expansión general de múltiplos y más de convertir la inversión en beneficios duraderos,** flujos de caja sólidos y rentabilidades atractivas sobre el capital.

Las mayores rentabilidades de los bonos añaden una fuente complementaria. **Los bonos soberanos ofrecen de nuevo rendimientos relevantes** y posible protección para la cartera, mientras el crédito corporativo premia distinguir entre las compañías que financian inversión productiva y las que tensionan sus balances para sostener el crecimiento. La misma disciplina rige en ambos mercados: una rentabilidad atractiva sólo importa si los riesgos se comprenden y están bien remunerados.

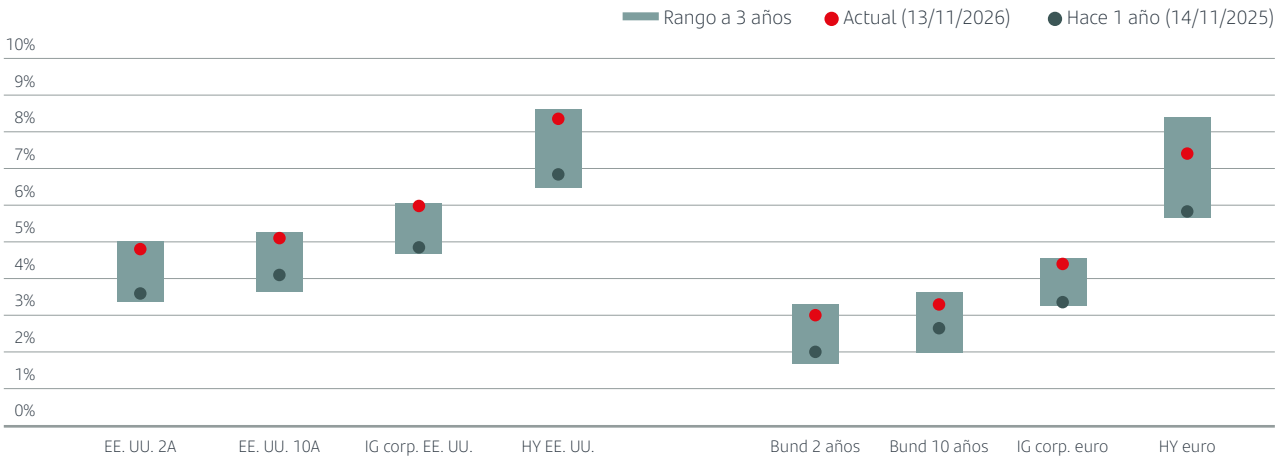
Esta es la conclusión de la prueba del capital. El futuro puede financiarse, pero no todos los proyectos, empresas o prestatarios recibirán capital en condiciones igualmente favorables. Quienes demuestren beneficios, eficiencia del capital y calidad crediticia podrán atraer financiación y recompensar al inversor. Para las carteras, resulta una **combinación más amplia y potencialmente más resistente de motores de retorno,** que combina crecimiento de calidad y rentas sin depender tanto de la subida de los precios de los activos.

El crecimiento ya no tiene que sostener por sí solo el retorno de las carteras. Las rentas pueden volver a realizar una contribución significativa al retorno total.

Rentabilidades de la renta fija de EE. UU. y Europa: actuales, hace 1 año y rango de 3 años

Los bonos soberanos y corporativos ofrecen ahora rentabilidades cerca de la parte alta de su rango de tres años, lo que amplía las fuentes de rentabilidad de la cartera

Fuente: Bloomberg, elaboración propia. Datos a 13/11/2026



5. Asignar capital con mayor disciplina

El ciclo continúa, pero el margen de error se estrecha. La asignación de capital debe ser más selectiva y centrarse en la calidad, la generación de rentas y la diversificación.

La inversión en IA, energía, infraestructuras, defensa y automatización continúa sosteniendo el crecimiento y ampliando el universo de oportunidades. Sin embargo, los mayores costes de financiación, la creciente intensidad de capital y unas valoraciones exigentes implican que no todas las compañías, proyectos o activos se beneficiarán en las mismas condiciones.

Los resultados de las carteras dependerán cada vez más de qué se posee, del precio pagado y de la eficacia con que se diversifiquen las fuentes de retorno. La implementación debe combinar una participación selectiva en el ciclo del capital con un umbral más alto de calidad, nuevas fuentes de rentas y una diversificación más deliberada. Cada asignación debe desempeñar una función clara en la cartera y ofrecer una compensación adecuada por los riesgos que incorpora.

Participar de forma selectiva en el ciclo del capital

Invertir en las infraestructuras y las fuentes de financiación necesarias para ampliar la capacidad productiva, con especial atención a los activos esenciales, los proveedores de capital disciplinados y las oportunidades seleccionadas fuera de los mercados cotizados.

Elevar el listón de calidad

Favorecer a las compañías capaces de convertir la inversión en beneficios duraderos, generación de caja libre y una rentabilidad superior a su coste de capital, respaldadas por márgenes resistentes y balances sólidos.

Foco en rendimientos en un entorno de tipos más altos

Aprovechar las mayores rentabilidades de la renta fija para reforzar las rentas de las carteras, gestionar activamente la duración y ampliar de forma selectiva la exposición al crédito.

Diversificar las fuentes de retorno

Combinar fuentes diferenciadas de crecimiento, rentas y diversificación. Ampliar la exposición bursátil más allá de los líderes actuales, incorporar activos reales y gestionar activamente el riesgo de divisa.

5.1 Financiar el ciclo del capital con selectividad

La expansión del ciclo del capital amplía el universo de inversión hacia infraestructuras, capacidad industrial y financiación privada. Participar exige seleccionar con rigor activos, proveedores y mercados.

La inversión se extiende más allá de la tecnología hacia la capacidad física e industrial necesaria para sostener la IA, la electrificación, la automatización y unas cadenas de suministro más resilientes. Esto amplía el universo de oportunidades en sistemas eléctricos, infraestructuras de datos, conectividad y equipos industriales. Sin embargo, un tema estructural atractivo no constituye necesariamente una inversión atractiva a cualquier valoración.

Conviene centrarse en oportunidades respaldadas por una demanda visible, flujos de caja identificables, estructuras de capital disciplinadas y horizontes de inversión realistas. En los mercados privados y en las estructuras de financiación más complejas, siguen siendo esenciales unas protecciones adecuadas para el inversor, una originación rigurosa y una gestión eficaz de la liquidez.

3 ideas clave de inversión:

Respaldar infraestructuras esenciales

El ciclo del capital se extiende a la infraestructura física necesaria para la IA, la electrificación y la automatización. Redes eléctricas, centros de datos, conectividad, almacenamiento energético y equipos industriales deberían beneficiarse de una inversión sostenida.

Obtener exposición mediante activos de infraestructura y compañías que aportan los equipos, la energía y los materiales necesarios para ampliar la capacidad productiva y reforzar las cadenas de suministro.

Seleccionar proveedores disciplinados de capital

Un ciclo intensivo en capital elevará la demanda de préstamos, estructuración y servicios de mercados de capitales, beneficiando a bancos, gestores de crédito privado e intermediarios financieros.

Priorizar proveedores con sólida originación, análisis riguroso y criterios prudentes de concesión. Evitar estructuras complejas con escasa protección para el inversor o riesgos regulatorios sin resolver.

Mirar más allá de los mercados cotizados

Buena parte del ciclo del capital tiene lugar fuera de los mercados cotizados. Infraestructuras, crédito privado, inversiones secundarias y capital privado selectivo dan acceso a proyectos y compañías poco representados en los índices bursátiles.

Utilizar los mercados privados con selectividad para ampliar el universo de inversión, gestionando la liquidez, la concentración por estrategia y activo subyacente, y el riesgo de selección del gestor.

5.2 Elevar el listón de calidad

Un mayor coste del capital eleva el listón para asumir riesgo inversor. Los beneficios, la generación de caja y la solidez financiera importan más que las narrativas.

Con unas valoraciones que ya reflejan un escenario constructivo, los retornos futuros dependerán más de la evolución sostenida de los beneficios que de una nueva expansión de los múltiplos. Las compañías con beneficios visibles, márgenes resistentes, ingresos recurrentes, poder de fijación de precios y balances sólidos deberían estar mejor preparadas para absorber un coste del capital más elevado. Sin embargo, la calidad no basta si las expectativas ya están plenamente incorporadas en el precio.

Conviene favorecer a las empresas capaces de convertir la inversión en flujo de caja libre y generar una rentabilidad sobre el capital invertido superior a su coste de capital, manteniendo al mismo tiempo un endeudamiento manejable y unas necesidades limitadas de refinanciación. Estas características cobrarán mayor importancia conforme el ciclo de la IA pase del despliegue de infraestructuras a una fase más amplia de adopción y monetización.

3 ideas clave de inversión:

Priorizar la durabilidad de los beneficios

Favorecer a las compañías con beneficios visibles, ingresos recurrentes, márgenes resistentes y poder de fijación de precios. Con unas valoraciones que ya incorporan perspectivas favorables, los retornos dependerán más de la evolución de los resultados que de una nueva expansión de los múltiplos.

Buscar ventajas competitivas sostenibles y revisiones al alza de los beneficios.

Exigir una rentabilidad adecuada sobre el capital

La inversión y las mejoras de productividad deben traducirse en generación de caja libre y una rentabilidad atractiva sobre el capital invertido. El crecimiento de los ingresos o de la inversión no basta por sí solo, especialmente cuando el ciclo de la IA pasa del despliegue de infraestructuras a su adopción y monetización.

Favorecer a las compañías capaces de mantener una rentabilidad sobre el capital invertido superior a su coste de capital.

Favorecer la solidez financiera

En un entorno de financiación más cara, cobran mayor valor los balances sólidos y el crecimiento autofinanciado. Las compañías con un endeudamiento manejable, flujos de caja estables y necesidades limitadas de refinanciación estarán mejor preparadas para sostener la inversión en distintos entornos de mercado.

Evitar modelos de negocio que dependan de financiación barata o de flujos de caja demasiado alejados en el tiempo.

5.3 Reconstruir las rentas en un entorno de tipos más altos

Las mayores rentabilidades de los bonos han devuelto a la renta fija un papel relevante en las carteras. Aprovechar esta oportunidad exige disciplina en la selección de activos, la gestión de la duración y la asunción de riesgo de crédito.

Para los inversores, los bonos pueden ofrecer una fuente de rentas más previsible, mayor visibilidad sobre los flujos de caja futuros y una vía para equilibrar el riesgo de renta variable. La deuda pública y corporativa de alta calidad a corto y medio plazo constituye un punto de partida sólido, al combinar un carry atractivo con una sensibilidad más limitada a la inflación, las emisiones fiscales y los cambios en las primas por plazo que los activos de mayor duración.

La implementación debe seguir siendo flexible y selectiva. La duración puede ampliarse gradualmente cuando las valoraciones ofrezcan una compensación adecuada. Las fuentes de renta pueden diversificarse mediante deuda emergente, estrategias flexibles de crédito y una exposición seleccionada a emisores de alta rentabilidad, manteniendo la disciplina sobre el crédito, la duración, la liquidez y el riesgo de refinanciación.

3 ideas clave de inversión:

Asegurar un *carry* atractivo

Las mayores rentabilidades han devuelto a la renta fija una función relevante en las carteras. Los bonos soberanos y corporativos con grado de inversión a corto y medio plazo ofrecen ingresos atractivos sin exigir una apuesta direccional significativa sobre la evolución de los tipos.

Aprovechar las rentabilidades actuales para reforzar las rentas de las carteras y depender menos de la apreciación de los activos.

Mantener una duración flexible

Unas rentabilidades más elevadas no hacen igualmente atractivos todos los plazos. Los déficits fiscales, el elevado volumen de emisiones y las primas por plazo pueden seguir presionando los tipos a largo plazo, incluso si los tipos oficiales se estabilizan.

Mantener una duración moderada y ampliarla gradualmente cuando las correcciones ofrezcan una compensación adecuada por los riesgos fiscales y de inflación.

Diversificar las fuentes de renta con selectividad

La deuda emergente, las estrategias flexibles de crédito y una exposición seleccionada a bonos de alta rentabilidad amplían las oportunidades más allá de la deuda de los mercados desarrollados. Sin embargo, la rentabilidad adicional debe compensar adecuadamente los riesgos de crédito, refinanciación, liquidez y política económica.

Diversificar las fuentes de renta mediante una selección activa, priorizando emisores con un endeudamiento manejable y necesidades limitadas de refinanciación a corto plazo.

5.4 Diversificar las fuentes de retorno

La diversificación debe ir más allá de las clases de activos tradicionales. Las carteras necesitan fuentes diferenciadas de crecimiento, protección y resiliencia.

La concentración de los mercados y una economía mundial más fragmentada elevan el riesgo de depender de un número reducido de compañías, sectores o regiones. La diversificación no elimina las pérdidas, pero puede reducir la dependencia de la cartera respecto de una sola compañía, sector, región, clase de activo o escenario económico.

Conviene ampliar la exposición bursátil hacia motores de beneficios diferenciados, manteniendo una participación selectiva en tecnología e incorporando oportunidades en Japón, Europa y los mercados emergentes. Los activos reales y una gestión deliberada de las divisas pueden añadir resiliencia. El oro, la energía y los metales industriales responden de forma distinta a los riesgos de inflación, fiscales y geopolíticos, mientras que una cobertura selectiva puede reducir el riesgo de que los movimientos cambiarios neutralicen la rentabilidad de los activos subyacentes.

El objetivo no es anticipar qué clase de activo obtendrá la mayor rentabilidad, sino construir una cartera capaz de mantener su resistencia ante distintos escenarios económicos y de mercado.

3 ideas clave de inversión:

Ampliar la exposición en renta variable

La tecnología sigue siendo una fuente importante de crecimiento de los beneficios, pero el retorno de la cartera no debería depender de unas pocas compañías ni de un solo mercado. Conviene ampliar la exposición por regiones, sectores y modelos de negocio, buscando fuentes de beneficios diferenciadas.

Combinar la tecnología de EE. UU. y Asia con oportunidades seleccionadas en Japón, compañías financieras e industriales europeas y mercados emergentes.

Incorporar activos reales como diversificadores

Las perturbaciones de oferta, la incertidumbre fiscal y la fragmentación geopolítica aumentan el valor potencial de los activos reales en una cartera diversificada. El oro, la energía y determinados metales industriales presentan sensibilidades diferentes a la inflación, los riesgos geopolíticos y la demanda de inversión.

Asignar a cada activo real una función específica en la cartera, en lugar de tratar las materias primas como una exposición homogénea.

Gestionar activamente el riesgo de divisa

La inversión internacional no garantiza por sí sola una diversificación adecuada de las divisas. Conviene separar la decisión de invertir en un activo de la decisión de asumir su riesgo cambiario, especialmente cuando el tipo de cambio puede condicionar significativamente el retorno de la inversión.

Aplicar coberturas estratégicas y parciales de forma selectiva, teniendo en cuenta los diferenciales de tipos, la credibilidad fiscal y el riesgo de una reversión brusca de las estrategias de *carry*.

CONCLUSIÓN

El Test del Capital no exige abandonar el crecimiento ni reducir el riesgo de forma indiscriminada. Exige mayor disciplina al decidir qué mantener en cartera, qué precio pagar y cómo contribuye cada asignación al conjunto. En 2027, las carteras resistentes deberán combinar activos de calidad, fuentes de rentas más previsibles, valoraciones razonables y motores de retorno verdaderamente diferenciados. El objetivo no es anticipar cada movimiento del mercado, sino permanecer invertidos mediante un proceso disciplinado, capaz de adaptarse a medida que evolucionen las oportunidades y los riesgos.

Anexo tablas

Rentabilidades de los principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

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

Renta Variable

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 17 de noviembre de 2026

			Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada			
		Último precio	12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2024	2025	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años
EEUU	S&P 500	7.341		2.239		7.686	23,3%	16,4%	7,2%	10,0%	17,6%	9,4%	12,9%
	DOW JONES INDUS.	50.759		19.763		53.186	12,9%	13,0%	5,6%	8,9%	13,2%	7,2%	10,4%
	NASDAQ	27.002		4.864		30.409	24,9%	20,2%	6,9%	8,9%	19,5%	10,6%	18,8%
Europa	Stoxx 50	651		320		651	6,0%	16,7%	9,9%	13,8%	12,6%	5,8%	6,7%
	Zona Euro (EuroStoxx)	6.212		2.787		6.420	8,3%	18,3%	7,3%	10,1%	12,7%	7,1%	7,4%
	España (IBEX 35)	19.625		6.452		19.974	14,8%	49,3%	13,4%	21,3%	26,2%	16,9%	8,5%
	Francia(CAC 40)	8.217		4.396		8.581	-2,2%	10,4%	0,8%	1,2%	4,3%	2,8%	6,1%
	Alemania (DAX)	26.045		9.936		26.258	18,8%	23,0%	6,3%	10,4%	17,8%	9,9%	9,3%
	Reino Unido (FTSE 100)	10.690		5.577		10.911	5,7%	21,5%	7,6%	10,5%	12,5%	8,0%	4,6%
	Italia (MIB)	50.846		17.051		52.613	12,6%	31,5%	13,1%	16,2%	19,9%	12,8%	11,9%
	Portugal (PSI 20)	9.594		3.945		9.667	-0,3%	29,6%	16,1%	16,3%	15,2%	11,1%	8,1%
	Suiza (SMI)	14.976		8.220		14.916	4,2%	14,4%	12,9%	18,9%	11,7%	3,5%	6,5%
LatAm	México (MEXBOL)	70.389		34.555		71.406	-13,7%	29,9%	9,5%	12,9%	10,1%	6,6%	4,6%
	Brasil (IBOVESPA)	169.817		60.227		188.787	-10,4%	34,0%	5,4%	8,2%	10,8%	10,5%	11,0%
	Argentina (MERVAL)	6.953		964		10.507	109,5%	-5,7%	-23,6%	-21,2%	26,9%	24,0%	10,4%
	Chile (IPSA)	10.477		3.487		11.420	8,3%	56,2%	0,0%	5,8%	22,0%	19,5%	9,6%
Asia	Japón (NIKKEI)	58.860		18.909		70.062	19,2%	26,2%	16,9%	17,0%	20,6%	14,7%	12,7%
	Hong-Kong (HANG SENG)	23.508		14.687		32.887	17,7%	27,8%	-8,3%	-10,9%	10,4%	-1,7%	0,5%
	Corea (KOSPI)	4.968		1.755		8.476	-9,6%	75,6%	17,9%	21,5%	26,2%	10,9%	9,6%
	India (Sensex)	82.532		26.626		85.707	8,2%	9,1%	-3,2%	-2,8%	7,8%	6,6%	12,1%
	China (CSI)	3.976		3.011		5.352	14,7%	17,7%	-14,1%	-13,5%	3,7%	-4,0%	1,5%
Mundo	MSCI WORLD	4.717		1.751		4.968	17,0%	19,5%	6,5%	9,6%	16,5%	7,9%	10,7%

Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 17 de noviembre de 2026

			Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				Ratios	
		Último precio	12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2024	2025	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield
	MSCI World	15.290		4.844		16.066	18,7%	21,1%	7,6%	10,9%	18,0%	9,5%	12,5%	18,87	1,55
Estilo	MSCI World High Dividend Yield	3.772		1.546		3.815	8,0%	18,6%	17,7%	21,1%	16,8%	10,2%	9,7%	16,13	2,97
	MSCI World Momentum	5.897		1.623		7.285	30,2%	21,3%	3,9%	7,2%	19,7%	8,1%	14,1%	15,30	1,68
	MSCI World Quality	6.207		1.631		6.387	18,4%	16,5%	7,6%	11,4%	16,2%	9,1%	14,5%	24,09	1,22
	MSCI World Minimum Volatility	6.121		2.850		6.140	10,9%	10,5%	9,0%	9,5%	11,6%	5,8%	8,1%	19,49	1,97
	MSCI World Value	19.194		7.167		19.553	11,5%	20,8%	15,6%	20,4%	18,5%	10,6%	10,0%	15,66	2,29
	MSCI World Small Cap	931		362		994	8,2%	19,9%	9,8%	16,0%	16,5%	5,4%	9,5%	17,63	2,06
	MSCI World Growth	14.333		3.745		15.778	25,9%	21,1%	0,0%	1,9%	17,2%	7,9%	14,5%	24,31	0,74
Sector	Energía	746		164		824	2,7%	13,3%	39,4%	38,8%	17,6%	18,9%	9,5%	10,00	2,90
	Materiales	751		303		842	-5,5%	25,8%	7,4%	16,0%	11,6%	6,1%	9,5%	16,68	2,17
	Industriales	810		286		886	13,1%	24,9%	5,2%	8,6%	17,5%	9,6%	11,2%	23,40	1,48
	Consumo Discrecional	690		249		713	21,5%	8,4%	-2,1%	1,0%	11,0%	2,4%	10,9%	22,42	1,03
	Consumo Básico	598		295		598	5,7%	8,7%	16,7%	18,4%	11,8%	6,1%	7,6%	22,79	2,43
	Salud	682		252		683	1,1%	14,8%	15,5%	18,2%	12,6%	6,4%	10,4%	22,48	1,60
	Financiero	472		141		490	26,7%	28,7%	7,9%	16,1%	24,0%	12,6%	11,8%	14,70	2,44
	Tecnología	1.298		184		1.533	32,8%	23,5%	9,4%	10,2%	23,7%	14,0%	21,7%	24,39	0,56
	Inmobiliario	2.350		1.439		2.450	2,1%	3,4%	11,3%	11,2%	9,7%	0,5%	5,5%	37,07	3,35
	Servicios de comunicación	299		114		359	33,8%	32,0%	-9,5%	-4,9%	18,6%	7,2%	10,4%	15,27	1,05
	Servicios Públicos	469		200		499	13,0%	24,8%	6,5%	4,1%	16,1%	8,7%	9,4%	17,91	3,12

Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 17 de noviembre de 2026

	Rating (S&P)	Tipo de interés			10 años				Variación en pb		Pendiente en pb
					Variación	Rango últimos 10 años					
		B. Central*	2 años	10 años	12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	Mes	Año	10-2 años
Desarrollados											
EEUU	AA+	4,00%	4,80%	5,11%		0,53%		5,28%	54	109	0,30
Alemania	AAA	2,50%	3,13%	3,38%		-0,70%		3,59%	101	69	0,25
Francia	A+	2,50%	3,63%	4,88%		-0,40%		4,97%	169	147	1,26
Italia	BBB+	2,50%	3,49%	4,43%		0,54%		4,78%	91	103	0,94
España	A+	2,50%	3,19%	3,94%		0,05%		4,13%	88	78	0,75
Reino Unido	AA	4,00%	4,99%	5,37%		0,10%		5,42%	80	93	0,38
Grecia	BBB	2,50%	3,22%	4,29%		0,61%		7,82%	107	100	1,07
Portugal	A+	2,50%	3,14%	3,81%		0,03%		4,19%	96	81	0,67
Suiza	AAA	0,00%	0,29%	0,56%		-1,05%		1,58%	29	41	0,27
Japón	A+	1,25%	1,87%	2,88%		-0,27%		3,07%	178	107	1,01
Emergentes											
Brasil	BB	13,75%	14,70%	15,22%		6,49%		15,26%	5	181	0,52
México	BBB	6,25%	7,53%	9,29%		5,55%		10,44%	-115	38	1,76
Chile	A	4,50%	4,99%	6,15%		2,19%		6,79%	42	83	1,16
Argentina	B-	29,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	BB-	12,25%	12,28%	12,71%		5,39%		13,79%	86	19	0,43
Turquía	BB-	36,00%	36,19%	33,75%		8,89%		33,87%	656	448	-2,44
Polonia	A-	3,75%	4,96%	6,30%		1,16%		8,37%	41	116	1,34
China	A+	1,46%	1,23%	1,59%		1,59%		3,91%	-8	-24	0,37
India	BBB	5,50%	6,87%	7,25%		5,84%		8,02%	49	76	0,38

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

Divisas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 17 de noviembre de 2026

		Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad	Rentabilidad anualizada			
	Último precio	12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años
EUR/USD	1,0998		0,98		1,24	-6,4%	-5,1%	0,3%	-0,6%	0,3%
EUR/GBP	0,83		0,82		0,92	4,7%	-5,5%	-1,7%	-0,2%	-0,3%
EUR/CHF	0,92		0,91		1,20	0,7%	-0,2%	1,5%	2,6%	1,5%
EUR/JPY	175		117		186	-4,7%	2,7%	-2,3%	-5,9%	-4,0%
EUR/PLN	4,40		4,15		4,86	-4,2%	-3,8%	-0,1%	1,2%	0,1%
GBP/USD	1,32		1,12		1,42	-2,0%	0,4%	2,0%	-0,4%	0,6%
USD/CHF	0,84		0,77		1,02	-5,7%	-5,3%	1,8%	2,0%	1,8%
USD/JPY	159		103		163	-1,7%	-2,6%	-2,1%	-6,5%	-3,6%
USD/MXN	18,42		16,56		24,17	-2,2%	0,0%	-2,2%	2,3%	1,0%
USD/ARS	1.552,25		15,39		1.557,84	-6,5%	-10,7%	-38,9%	-42,2%	-36,9%
USD/CLP	993		594		1.003	-9,3%	-7,0%	-3,8%	-3,5%	-3,8%
USD/BRL	5,78		3,11		6,18	-5,2%	-7,7%	-5,3%	-0,9%	-5,1%
USD/COP	3.304		2.795		4.940	14,4%	13,7%	7,4%	3,5%	-0,4%
USD/CNY	6,67		6,28		7,32	4,8%	6,6%	2,7%	-0,9%	0,3%
EUR/SEK	11,13		9,44		11,88	-2,8%	-1,4%	1,0%	-2,1%	-1,2%
EUR/NOK	10,59		8,88		11,97	11,8%	10,6%	3,7%	-1,3%	-1,5%

Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2024	2025	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	93,1		23		123	-3,1%	-18,5%	53,1%	44,6%	4,9%	3,0%	7,6%
Petróleo (W. Texas)	86,0		19		115	0,1%	-19,9%	49,8%	43,1%	4,3%	1,9%	6,6%
Oro	3.849,6		1.148		5.279	27,2%	64,6%	-10,9%	-5,7%	24,8%	15,6%	12,2%
Cobre	13.226,5		4.951		14.410	2,4%	41,7%	6,5%	21,9%	17,0%	7,1%	9,2%
Índice CRB	380,4		117		411	12,5%	0,7%	27,3%	25,8%	11,6%	10,0%	7,6%
Gas Natural (USA)	3,2		3		5	0,5%	0,0%	-28,1%	-33,1%	-11,9%	-0,7%	-2,3%
Gas Natural (Europa)	85,4		4		240	51,1%	-42,4%	203,3%	173,3%	23,7%	-2,1%	17,1%

"Tabla periódica" de rentabilidades de activos*

Rentabilidad anual de los principales activos

Activo	Índice de referencia	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 YTD
RV EE. UU.	S&P 500 TR	**37,3%** RV Emergentes	**1,9%** Liquidez USD	**31,5%** RV EE. UU.	**18,4%** RV EE. UU.	**38,5%** Materias Primas	**22,0%** Materias Primas	**28,3%** RV Japón	**25,0%** RV EE. UU.	**55,3%** RV España	**31,6%** Materias Primas
RV Japón	Topix TR	**22,4%** RV Mundial	**-1,2%** Gobiernos Global	**28,2%** RV Europa	**18,3%** RV Emergentes	**28,7%** RV EE. UU.	**1,7%** Liquidez USD	**28,0%** RV España	**20,5%** RV Japón	**33,69%** RV Emergentes	**17,0%** RV España
RV España	Ibex35 TR	**22,2%** RV Japón	**-3,2%** IG Global	**27,7%** RV Mundial	**15,9%** RV Mundial	**23,2%** RV Europa	**-2,0%** RV España	**26,3%** RV EE. UU.	**20,0%** RV España	**25,5%** RV Japón	**15,0%** RV Japón
RV Emergentes	MSCI EM TR	**21,8%** RV EE. UU.	**-4,1%** HY Global	**19,6%** Global 60:40	**14,1%** Global 60:40	**21,8%** RV Mundial	**-2,5%** RV Japón	**23,8%** RV Mundial	**18,7%** RV Mundial	**21,2%** RV Europa	**9,5%** RV Europa
RV Europa	Eurostoxx50 TR	**16,6%** Global 60:40	**-4,4%** RV EE. UU.	**18,4%** RV Emergentes	**10,0%** IG Global	**12,7%** RV Japón	**-9,5%** RV Europa	**22,2%** RV Europa	**18,4%** Materias Primas	**21,1%** RV Mundial	**8,3%** RV EE. UU.
Materias Primas	Commodity RB TR	**10,4%** HY Global	**-5,3%** Global 60:40	**18,1%** RV Japón	**9,2%** Gobiernos Global	**10,8%** Global 60:40	**-12,7%** HY Global	**16,7%** Global 60:40	**11,0%** RV Europa	**17,9%** RV EE. UU.	**7,7%** RV Emergentes
RV Mundial	MSCI World TR	11,3% RV España	**-8,7%** RV Mundial	**16,6%** RV España	**7,4%** RV Japón	**10,8%** RV España	**-16,2%** Gobiernos Global	**14,0%** HY Global	**10,5%** Global 60:40	**16,4%** Global 60:40	**7,6%** RV Mundial
IG Global	Global Aggregate - Credit TR	**9,2%** RV Europa	**-10,7%** Materias Primas	**12,6%** HY Global	**7,0%** HY Global	**1,0%** HY Global	**-17,0%** IG Global	**9,8%** RV Emergentes	**9,2%** HY Global	**12,1%** HY Global	**3,9%** Global 60:40
Liquidez USD	Overnight USD Cash Index	**8,9%** IG Global	**-11,5%** RV España	**11,8%** Materias Primas	**-0,4%** Liquidez USD	**0,1%** Liquidez USD	**-17,0%** Global 60:40	**9,2%** IG Global	**7,5%** RV Emergentes	**8,2%** Gobiernos Global	**3,3%** Liquidez USD
HY Global	Global High Yield Index TR	**3,0%** Gobiernos Global	**-12,0%** RV Europa	**10,7%** IG Global	**-3,2%** RV Europa	**-2,5%** RV Emergentes	**-18,1%** RV EE. UU.	**5,2%** Liquidez USD	**5,4%** Liquidez USD	**5,0%** Materias Primas	**0,2%** IG Global
Global 60:40	Bloomberg Global EQ:FI 60:40 Index	**1,7%** Materias Primas	**-14,6%** RV Emergentes	**3,0%** Gobiernos Global	**-9,3%** Materias Primas	**-3,2%** IG Global	**-18,1%** RV Mundial	**4,2%** Gobiernos Global	**0,7%** IG Global	**4,4%** Liquidez USD	**-0,9%** HY Global
Gobiernos Global	Bloomberg Global Agg TR	**1,0%** Liquidez USD	**-16,0%** RV Japón	**2,2%** Liquidez USD	**-12,7%** RV España	**-4,7%** Gobiernos Global	**-20,1%** RV Emergentes	**0,0%** Materias Primas	**-1,7%** Gobiernos Global	**2,8%** IG Global	**-2,3%** Gobiernos Global

+ Rentabilidad -

*Datos a 17 de noviembre de 2026.
Índices de rentabilidad total, incorporan cambios en los precios de las acciones, pagos de dividendos y otros tipos de remuneración a los accionistas. El índice refleja así el efecto que estos pagos tienen en una cartera que sigue el índice.

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Investment Strategy Global Team Santander Private Banking

Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA
Global Co-CIO at Santander Private Banking

Kamran Butt
Global Co-CIO at Santander Private Banking

Cristina González Iregui
Global Investment Strategy at Santander Private Banking

Josep Prats Marin-Lozano
Global Investment Strategy at Santander Private Banking

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

Alfonso García Yubero, CIIA, CESGA®, CEFA
ED Director Estrategia de Inversión Santander Private Banking España

Kevin Esteban Iglesias
Research & Business Intelligence Analyst Santander Private Banking España

Joseba Hidalgo Vilela
Research & Business Intelligence Analyst Santander Private Banking España

Bruno Almeida
Oferta de Poupança e Investimento at Banco Santander Portugal

Gustavo Schwartzmann
MD of Discretionary Portfolio Management at Santander Private Banking Brazil

Christiano Clemente
CIO at Santander Private Banking Brazil

Priscila Deliberalli
Head of Economics at Santander Private Banking Brazil

Fernando Buendía
Head of Products & Investments UHNW at Banco Santander México

José Antonio Guzmán Lavín
Head of Investment Advisory at Santander Private Banking Chile

Matías Señor Zapata
CIO at Santander Private Banking Chile

Antonio Uriel
Santander Private Banking Argentina

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

Michelle Chan
CIO at Santander Private Banking International

María del Pilar Pinzón Pulecio
Fixed Income Strategist at Santander Private Banking International

Mary Park Durham
Equity Strategist at Santander Private Banking International



Con la contribución de: Mónica Iribarren Yera, Marc Rossell Fort y Nicolás Catena Donate

AVISO LEGAL IMPORTANTE

General

Este documento ha sido elaborado por Santander Wealth Management & Insurance Division, una unidad de negocio global de Banco Santander, S.A. ("WMI", junto con Banco Santander, S.A. y sus filiales, "Santander"). Puede incluir previsiones económicas e información procedente de diversas fuentes, incluidas terceras partes consideradas fiables. Sin embargo, Santander no garantiza la exactitud, integridad ni actualización de dicha información, y se reserva el derecho de modificarla sin previo aviso. Las opiniones recogidas pueden diferir de las emitidas por otras unidades de Santander. El contenido de este documento tiene únicamente carácter informativo; no constituye asesoramiento de inversión ni responde a objetivos de inversión concretos ni a criterios de idoneidad de ningún inversor. Tampoco representa una oferta ni una solicitud para comprar o vender activos, contratos o productos (en conjunto, los "Activos Financieros"), y no debe utilizarse como base exclusiva para tomar decisiones de inversión. La recepción de este documento no genera relación de asesoramiento ni obligación alguna para "WMI" o para "Santander". Parte del contenido ha sido elaborado con el apoyo de herramientas de inteligencia artificial. Santander no ofrece garantías sobre previsiones ni sobre el comportamiento presente o futuro de los mercados o de los Activos Financieros. Los resultados pasados no constituyen un indicador fiable de rendimientos futuros. Además, los Activos Financieros pueden no estar disponibles para su comercialización en determinadas jurisdicciones o para ciertos perfiles de inversores. Salvo cuando así se indique expresamente en la documentación legal que regule un Activo Financiero, estos no están asegurados ni respaldados por ninguna entidad gubernamental (incluida la FDIC), no constituyen depósitos bancarios y conllevan riesgos —de mercado, divisa, crédito, liquidez o contraparte— que pueden implicar la pérdida parcial o total del capital invertido. Se recomienda a los inversores consultar con sus asesores financieros, legales y fiscales para evaluar la idoneidad de cada producto. Santander y sus empleados no asumen responsabilidad por las pérdidas que puedan derivarse del uso de este documento. Santander o sus empleados pueden tener posiciones en los Activos Financieros referenciados, actuar como contraparte, agente o prestador de servicios para sus emisores. La información contenida en este documento es confidencial y no puede reproducirse ni distribuirse sin el consentimiento previo y por escrito de WMI. Cualquier material de terceros citado es propiedad de sus respectivos titulares y se incluye conforme a las prácticas habituales del sector. Determinados productos complejos o de mayor riesgo pueden ofrecerse únicamente a Clientes Profesionales, o considerarse no adecuados para Clientes Minoristas.

Adiciones específicas 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. **Santander Private Banking International "SPBI" (Banco Santander International (EE. UU.) y/o Banco Santander International SA Suiza, incluidas su Sucursal de Bahamas, Sucursal del DIFC y su Sucursal del ADGM en los Emiratos Árabes Unidos).** *Para Clientes de Banca Privada, Profesionales e Institucionales.* Este material no está dirigido a personas que sean ciudadanos, estén domiciliados o sean residentes de un país o una jurisdicción, ni a entidades registradas en estos, en los cuales su distribución o uso violaría las leyes y regulaciones locales. Este material contiene información recopilada de varias fuentes, que incluyen información comercial, estadística y de comercialización, pronósticos económicos y otras fuentes. Es posible que la información contenida en este material también se haya recopilado de terceros, pero dicha información puede no haber sido corroborada por Santander, y Santander no asume responsabilidad alguna por ella. La exactitud o integridad de esta información no está garantizada y está sujeta a cambios sin previo aviso. Cualquier opinión expresada en este material podría diferir de las opiniones expresadas por otros miembros de Santander o no coincidir con ellas. Santander actualmente no tiene una posición sobre factores ambientales, sociales y de gobernanza (Environmental, Social and Governance, "**ESG**") utilizados como consideraciones en inversiones, y cualquier indicador de ESG o comparación de carteras de clientes con índices de referencia de ESG incluidos en este material se han recopilado de terceros y se incluyen únicamente para su conveniencia. La información contenida en este material es de naturaleza general y tiene fines ilustrativos únicamente. No pertenece a jurisdicciones particulares y no se aplica de ninguna manera a situaciones o personas específicas. Del mismo modo, no representa un análisis exhaustivo y formal de los temas analizados ni establece un juicio interpretativo o de valor sobre el alcance, la aplicación o la viabilidad de los mismos. Este material no pretende ser un asesoramiento en inversiones y no debe interpretarse como tal. Este material se publica únicamente con fines informativos y de marketing, y no es un prospecto u otro material informativo similar. Este material no constituye una oferta o solicitud para comprar o vender valores o productos de ningún tipo (en conjunto, "**Valores**") y no debe considerarse como la única base para evaluar o analizar Valores. Además, la distribución de este material a un cliente o a un tercero no debe considerarse como una provisión u oferta de servicios de asesoramiento en inversiones. Santander no ofrece ninguna declaración ni garantía de ningún tipo en relación con cualquier pronóstico u opinión del mercado o con los Valores a los que se hace referencia en este material, incluso con respecto al rendimiento actual o futuro de los Valores. El rendimiento pasado o presente de cualquier Valor puede no ser un indicador del rendimiento futuro de dichos Valores. Algunos de los resultados de rendimiento incluidos en este material no reflejan la deducción de los cargos aplicables. De la tasa de retorno de un inversor se deducirán los cargos de distribución, asesoramiento o gestión aplicables, los intereses devengados, los gastos en que incurran los fondos, y otros cargos y gastos aplicables. Los Valores descritos en este material pueden no ser elegibles para la venta o distribución en ciertas jurisdicciones, o para ciertas categorías o tipos de inversores. Este material es estrictamente privado y confidencial y se está distribuyendo a una cantidad limitada de clientes, no debe suministrarse o transmitirse a una persona que no sea el destinatario original y no puede ser reproducido, publicado o usado para cualquier otro propósito. A menos que se estipule expresamente lo contrario en la documentación legal de los Valores específicos, los Valores a los que se hace referencia en este material no están, ni estarán, asegurados ni garantizados por ninguna entidad gubernamental, incluidas, entre otras, la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), la Autoridad de Supervisión del Mercado Financiero Suizo (Swiss Financial Market Supervisory Authority, FINMA), o la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (Dubái Financial Services Authority, DFSA) no son depósitos u otras obligaciones de Santander ni estarán garantizados por esta, y pueden estar sujetos a riesgos de inversión, incluidos, entre otros, riesgos de mercado y cambio de divisas, fluctuaciones en el valor y posible pérdida del capital invertido. Ninguna autoridad supervisora ha aprobado este material ni ha tomado medidas para verificar la información detallada en este material y no asume responsabilidad por ello. La información proporcionada en este material no constituye asesoramiento fiscal ni legal. En relación con los Valores, cualquier inversor debe llevar a cabo su propia investigación y búsqueda independientes, y debe consultar con asesores financieros, legales, fiscales y de otro tipo para determinar si los Valores son adecuados en función de las circunstancias particulares y la situación financiera de dichos inversores. Si tiene alguna pregunta sobre este material o sus inversiones, comuníquese con su representante bancario o un asesor financiero autorizado. Santander y sus respectivos directores, ejecutivos, abogados, empleados o agentes no asumen responsabilidad de ningún tipo por cualquier pérdida o daño relacionado con el uso de este material, ya sea en parte o en su totalidad, o a partir de este. En relación con los Valores a los que se hace referencia en este material, Santander y sus respectivos directores, ejecutivos, empleados o agentes (i) pueden tener o haber tenido intereses en los Valores (ya sean posiciones largas, posiciones cortas o de otro modo); (ii) pueden, en cualquier momento, como directores o agentes, realizar compras o ventas de los Valores; (iii) pueden actuar o haber actuado como asesores, suscriptores, distribuidores, directores, gestores o ejecutivos de las empresas mencionadas en este material; (iv) pueden recibir compensación, ya sea directa o indirectamente, de terceros en relación con los Valores; o (v) pueden tener, o pueden procurar tener, relaciones comerciales o intereses financieros con las empresas mencionadas en este material, los cuales podrían afectar la objetividad de la información incluida en el presente. **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 específico 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 (Dubái International Financial Center, DIFC) y está regulada por la DFSA bajo la Categoría Prudencial 4 para llevar a cabo actividades de servicios financieros en el DIFC y desde allí. Banco Santander International SA (sucursal del DIFC) comercializa y promueve una amplia gama de productos y servicios ofrecidos por el grupo y proporciona servicios de asesoría y gestión relacionados con soluciones de banca privada ofrecidas por Banco Santander International SA. Los términos en mayúscula contenidos en esta sección tienen los significados que se establecen en el Módulo de Glosario del Reglamento de la DFSA.

Los servicios financieros u otros productos ofrecidos por Banco Santander International SA (sucursal del DIFC) únicamente se ponen a disposición de Clientes Profesionales o Contrapartes del mercado. Banco Santander International SA (sucursal del DIFC) no está autorizado, en virtud de su licencia de la DFSA, para prestar servicios a Clientes Minoristas y, por tanto, no puede prestarles dichos servicios (según se definen en el Módulo de Conducta Empresarial de la DFSA). En consecuencia, este material está destinado únicamente a distribución para Clientes Profesionales (según se definen en el Módulo de Conducta Empresarial de la DFSA), y no se deberá distribuir a otras personas ni estas podrán basarse en su contenido. Banco Santander International SA (sucursal del DIFC) no lleva a cabo ningún servicio financiero en o desde el DIFC de conformidad con la Sharía, y no ofrece ni promociona, como parte de su oferta de productos del DIFC, productos financieros sobre la base de que dichos productos se ajustan a los estándares para cumplir con la Sharía. De ser necesario, debe obtener asesoramiento independiente de un tercero cualificado sobre el cumplimiento de la Sharía u otras normas relativas a productos o servicios financieros. **Aviso legal específico para Fondos (DIFC)** Si este material se relaciona con la oferta de unidades en un Fondo (según se define en Ley de Inversión Colectiva del DIFC, Ley N.º 2 de 2010), tenga en cuenta que el Fondo no está sujeto a ningún tipo de reglamento o aprobación de parte de la DFSA, y la DFSA no tiene la responsabilidad de revisar o verificar ningún Prospecto u otro documento en relación con las unidades de un fondo. Las Unidades (según se definen en la Ley de Inversión Colectiva del DIFC, Ley N.º 2 de 2010) con las cuales se relaciona este material, el prospecto del Fondo u otros documentos asociados, pueden ser ilíquidas o estar sujetas a restricciones en cuanto a su reventa. Los posibles compradores deberán llevar a cabo su propia diligencia debida con respecto a las Unidades. Se puede proporcionar una copia del Prospecto del Fondo a solicitud para su revisión. Si esta información se relaciona con la oferta de unidades en un Fondo del Mercado Monetario (según se define en las Normas de Inversión Colectiva de la DFSA), el inversionista debe estar al tanto de la naturaleza diferente de una unidad en un Fondo del Mercado Monetario en comparación con un Depósito (según 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 inversionista pierda una parte o la totalidad de su inversión de capital. Los inversionistas deben tener en cuenta que el valor de las unidades de los Fondos del Mercado Monetario puede fluctuar en función de una serie de factores, que incluyen, entre otros, el riesgo del mercado, el riesgo cambiario y el riesgo de contraparte. Los servicios o productos financieros solo están disponibles para los Clientes Profesionales o Contrapartes del Mercado, según lo define la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái. Si no comprende el contenido de este documento, deberá consultar con un asesor financiero autorizado. En relación con su uso del Centro Financiero Internacional de Dubái, este material es estrictamente privado y confidencial y se distribuye a una cantidad limitada de inversionistas, no debe suministrarse a ninguna persona que no sea el destinatario original y no puede ser reproducido o usado para cualquier otro propósito. Las participaciones de las acciones internacionales no se pueden ofrecer ni vender directa o indirectamente al público en el Centro Financiero Internacional de Dubái. Banco Santander International SA (sucursal del DIFC) está ubicada en Gate District 4, Level 4, DIFC, Dubái, EAU. Para más información, comuníquese al siguiente correo electrónico: info-DIFC@pbs-santander.com **Aviso legal específico para la Sucursal ADGM de Banco Santander International SA**. La Sucursal ADGM de Banco Santander International SA (la "Sucursal ADGM") está registrada en el Abu Dhabi Global Market ("ADGM") y regulada por la Financial Services Regulatory Authority ("FSRA") para llevar a cabo Actividades Reguladas en y desde el ADGM. La Sucursal ADGM comercializa y promociona una amplia gama de productos y servicios ofrecidos por el grupo y presta servicios de asesoramiento y estructuración en relación con las soluciones de banca privada ofrecidas por Banco Santander International SA. Los servicios o productos financieros ofrecidos por la Sucursal ADGM únicamente están disponibles para Clientes Profesionales o Contrapartes de Mercado (según se definen en el Reglamento de Conducta Empresarial de la FSRA). La Sucursal ADGM no está autorizada para prestar servicios a Clientes Minoristas. Por tanto, este material está destinado exclusivamente a su distribución a Clientes Profesionales o Contrapartes de Mercado y no deberá ser entregado a ninguna otra persona ni utilizado por esta como base para la toma de decisiones. La FSRA no asume responsabilidad alguna por el contenido de este material, incluidos cualesquiera informes o datos externos a los que este haga referencia o que reproduzca, ni ha aprobado o verificado la información contenida en el presente documento, y no asume responsabilidad alguna respecto de la misma. La Sucursal ADGM no presta ningún Servicio Financiero en o desde el ADGM de conformidad con la Sharía y, como parte de su oferta de productos en el ADGM, no ofrece ni promociona Inversiones Específicas (según se definen en las Financial Services and Markets Regulations) sobre la base de que dichas Inversiones Específicas cumplan los requisitos para ser consideradas conformes con la Sharía. Cuando sea necesario, deberá obtener asesoramiento independiente de un tercero cualificado acerca de si una Inversión Específica o un Servicio Financiero cumple o no con la Sharía. En relación con su uso en el ADGM, este material es estrictamente privado y confidencial, se distribuye a un número limitado de inversores y no deberá facilitarse a ninguna persona distinta del destinatario original, ni podrá reproducirse o utilizarse para ningún otro fin. La Sucursal ADGM de Banco Santander International SA está ubicada en Unit 2, Floor 6, Al Sarab Tower, Abu Dhabi Global Market Square, Abu Dhabi, Al Maryah Island, Emiratos Árabes Unidos. **Aviso legal específico para Fondos (ADGM)**. Si este material se refiere a la oferta de Participaciones en un Fondo (según se define en la Sección 106 de las Financial Services and Markets Regulations 2015 ("FSMR")), tenga en cuenta que el Fondo no está sujeto a ningún tipo de regulación o aprobación por parte de la FSRA. La FSRA no asume responsabilidad alguna por la revisión o verificación de ningún Folleto ni de otros documentos relacionados con este Fondo. Las Participaciones a las que se refieren este material, el Folleto del Fondo u otros documentos relacionados pueden ser ilíquidas y/o estar sujetas a restricciones para su reventa. Los potenciales adquirentes deberán llevar a cabo su propio proceso de diligencia debida con respecto a las Participaciones. Una copia del Folleto del Fondo está disponible para su consulta previa solicitud. Si este material se refiere a la oferta de Participaciones en un Fondo del Mercado Monetario (según se define en las FSRA Fund Rules), el inversor deberá tener en cuenta la distinta naturaleza de una Participación en un Fondo del Mercado Monetario en comparación con un Depósito. El capital invertido en un Fondo del Mercado Monetario no está garantizado y existe el riesgo de que cualquier inversor pueda perder una parte o la totalidad del capital invertido. Los inversores deberán tener en cuenta que el valor de las Participaciones en Fondos del Mercado Monetario puede fluctuar en función de diversos factores, incluidos, entre otros, el riesgo de mercado, el riesgo de tipo de cambio y el riesgo de contraparte. Los servicios o productos financieros únicamente están disponibles para Clientes Profesionales o Contrapartes de Mercado, según se definen en el Reglamento de la FSRA. Si no comprende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. En relación con su uso en el Abu Dhabi Global Market, este material es estrictamente privado y confidencial, se distribuye a un número limitado de inversores y no deberá facilitarse a ninguna persona distinta del destinatario original, ni podrá reproducirse o utilizarse para ningún otro fin. Las Participaciones no podrán ofrecerse ni venderse, directa o indirectamente, al público en el Abu Dhabi Global Market. La Sucursal ADGM de Banco Santander International SA está ubicada en Unit 2, Floor 6, Al Sarab Tower, Abu Dhabi Global Market Square, Abu Dhabi, Al Maryah Island, Emiratos Árabes Unidos. Para más información, póngase en contacto con: Info-ADGM@pbs-santander.com

Santander
Private Banking