

2026

Entre la resiliencia económica
y la disruptión tecnológica

2026 Entre la resiliencia económica y la disruptión tecnológica

Importantes interrogantes



A medida que nos adentremos en 2026.....

- ▶ ¿Es posible que la poderosa combinación de la nueva realidad creada por la innovación tecnológica liderada por la IA, el fuerte gasto fiscal y unas políticas monetarias aún moderadamente expansivas sea capaz de compensar los riesgos del escenario global y la tracción de las dinámicas propias de una fase de final de ciclo para abrir la puerta a una nueva etapa de fuerte crecimiento?
- ▶ ¿Será sostenible un escenario de crecimiento moderado sin grandes presiones de precios en EEUU a pesar del nuevo marco que se ha configurado en el comercio global? y ¿será capaz Europa y especialmente Alemania de canalizar hacia la economía real el fuerte gasto fiscal previsto?
- ▶ ¿Cuánto tiempo durará el posicionamiento dovish de la FED y con qué intensidad? ¿Habrá alguna bajada de tipos adicional en Europa?
- ▶ ¿Serán capaces EEUU y Europa de seguir incrementando sus niveles de endeudamiento para financiar sus políticas de gasto? ¿penalizará el mercado los fuertes niveles de déficit fiscal?
- ▶ ¿Se producirá una escalada en la rivalidad entre EEUU y China en los próximos meses? ¿Como seguirá afectando al comercio bilateral entre ambas superpotencias y al comercio global? ¿Quien tomará la delantera en la carrera tecnológica? Posibles daños colaterales ¿Europa?
- ▶ ¿Seguirá siendo la IA el principal motor de los mercados? ¿ Son sostenibles el ciclo de CAPEX previsto y las valoraciones actuales? ¿Implicará el desarrollo de la inteligencia artificial un salto exponencial en el crecimiento económico global?
- ▶ ¿Cómo va a afectar la reconfiguración del mapa geopolítico global a los conflictos en marcha y a los potenciales? ¿Implicaciones de los mid terms en EEUU?

01.

Escenario económico Resiliencia en el crecimiento

Crecimientos moderados pero soportados



Crecimiento resiliente en EE.UU. y Zona Euro y algo por debajo de potencial en China

EE.UU
+2,0% PIB
Inflación ~2,7%

Eurozona
+1,2% PIB
Inflación ~1,8%

China
+4,5% PIB
Inflación ~1%

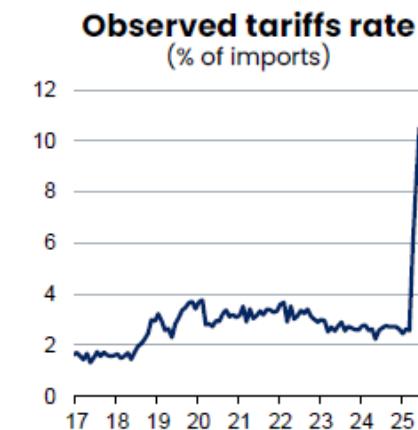
Crecimiento moderado para 2026 con inflación convergiendo gradualmente a pesar de que es posible ver ciertas tensiones en los primeros meses del año por el efecto de las tarifas. El consumo privado se mantiene gracias al ahorro acumulado y la fortaleza del mercado laboral que sigue deteriorándose a un ritmo lento. La inversión empresarial ligada a la Inteligencia Artificial seguirá siendo el gran motor aportando actualmente más del 60% del total. Las empresas tecnológicas y el gasto en software, centros de datos y equipos de IA debería aportar una gran parte. La debilidad del dólar, unas condiciones financieras laxas, la desregulación y el fuerte gasto previsto en año electoral harán el resto.

Crecimiento más modesto, pero en ligera aceleración, con la inflación ya cerca del objetivo del BCE. La contribución del mayor gasto en infraestructuras y defensa (sobre todo en Alemania) debería ayudar y compensar el impacto negativo de un Euro fuerte y las tarifas impuestas por EEUU. El margen para el empuje del gasto fiscal es limitado en muchos países como Francia, existiendo dudas sobre su capacidad real llevar a la práctica los planes anunciados. La penetración de productos chinos en Europa tampoco ayuda generando fuertes desventajas competitivas en muchos sectores. El final de la guerra en Ucrania podría incrementar los miedos de producirse en condiciones muy desfavorables, pero su reconstrucción podría generar una oportunidad de dinamizar más la economía del viejo continente.

Crecimiento previsto algo inferior al ~5% estimado como potencial, en un contexto de inflación muy baja (~1% anual) con episodios de presiones deflacionarias. La segunda economía mundial mantiene un ritmo de expansión respetable apoyado en estímulos selectivos del gobierno: Pekín ha lanzado en su nuevo plan quinquenal mega-proyectos de infraestructura (p.ej., megapresas, ferrocarriles entre regiones que sumarían ~0,3 pp al PIB del próximo año) y de fuerte desarrollo tecnológico. Aunque se ha producido recientemente una desescalada en la guerra comercial con EE.UU. no cabe duda de que será un recurrente en los próximos años. A pesar de que la política monetaria sigue acomodaticia el sector inmobiliario permanece frágil; la caída de nuevos proyectos inmobiliarios ha frenado la construcción y pesa sobre la demanda de acero, cemento y otros sectores. El elevado endeudamiento de gobiernos locales limita el margen de estímulo fiscal tradicional.

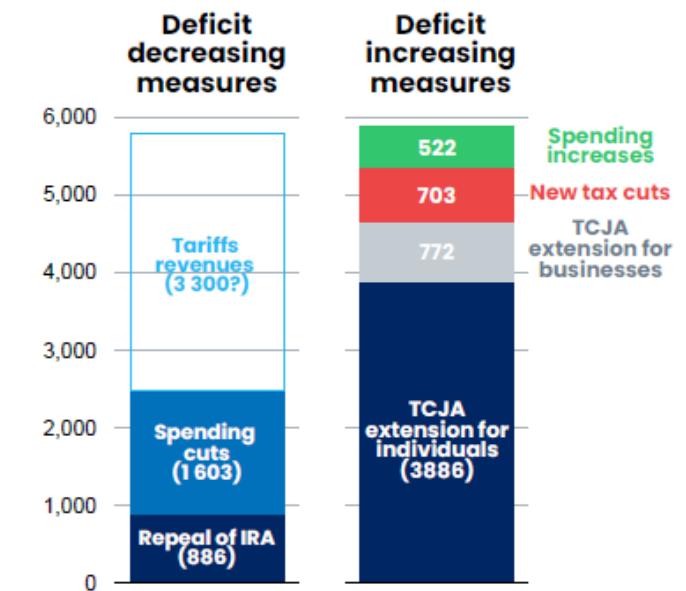


- ▶ Las medidas desplegadas hasta ahora previstas en la agenda de Trump para contener el déficit fiscal y poder implementar en esta nueva etapa los incrementos de gasto, las exenciones fiscales y las medidas de desregulación anunciadas en campaña están funcionando como un reloj.
- ▶ El nuevo marco tarifario impuesto supone recaudar entre 300 y 350 mil millones anuales. El tipo medio efectivo se sitúa en torno al 10,5%, que aun estando lejos del 15% que se estimaba como probable supone una recaudación del 1,2% del PIB frente al 0,3% previo al “día de la liberación”
- ▶ Las elecciones de noviembre con toda seguridad harán a Trump forzar aun más la agenda para asegurarse un clima económico positivo de cara a los comicios.



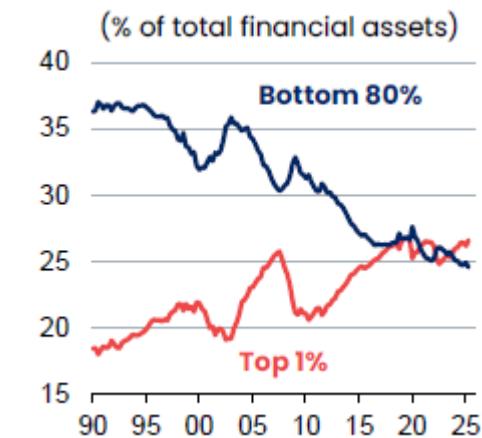
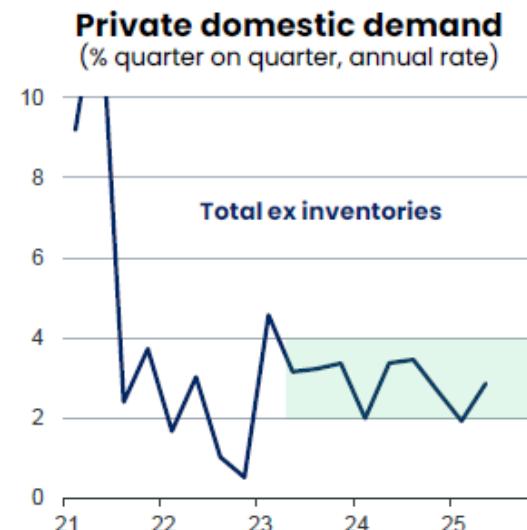
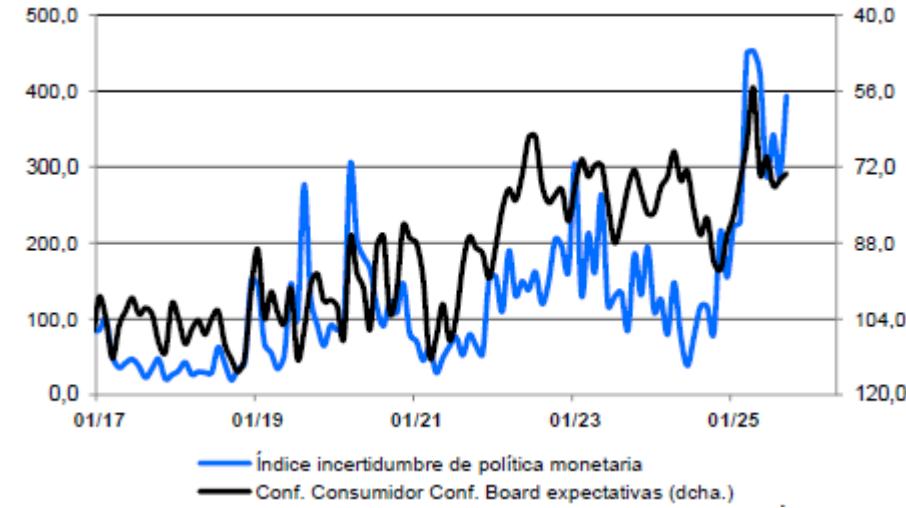
Sources: US Treasury, CRFB, Customs and Border Protection, TRAC Immigration, Candriam

“One Big Beautiful Bill Act”
(\$ billion, over 2025-34)



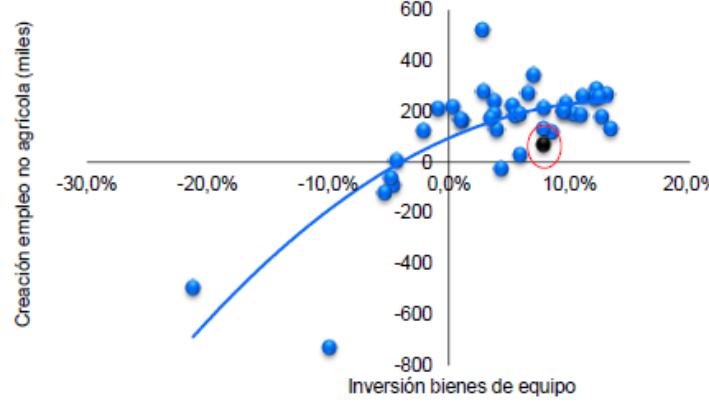
Condiciones monetarias y financieras favorables y la agenda de Trump a pleno rendimiento en año electoral

- ▶ Las favorables condiciones monetarias y financieras en EEUU deberían seguir potenciando la actividad. Tipos reales a corto plazo más bajos junto con un dólar más débil y las políticas de “made in America” deberían seguir favoreciendo la actividad local.
- ▶ Por otra parte, el consumo se mantiene sólido, aunque muy polarizado hacia las rentas altas gracias al efecto riqueza derivado del buen comportamiento de los mercados (la renta variable representa el 30% de la riqueza de las familias). Las rentas altas gastan 4,5 veces más y suponen cerca de la mitad del gasto total en el país.

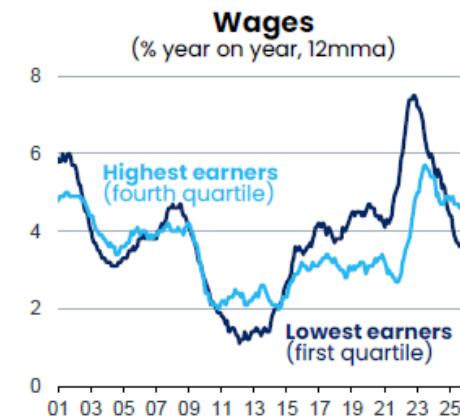
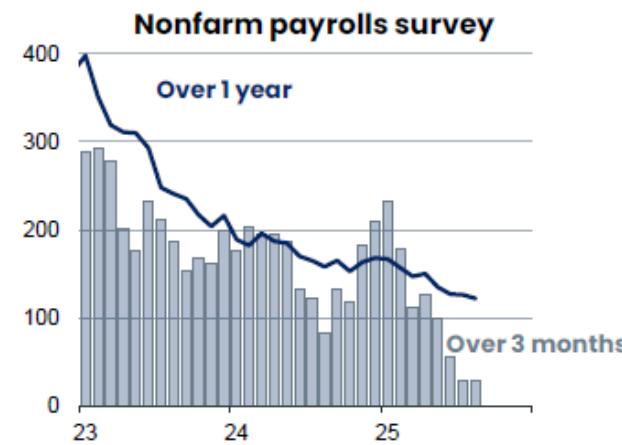




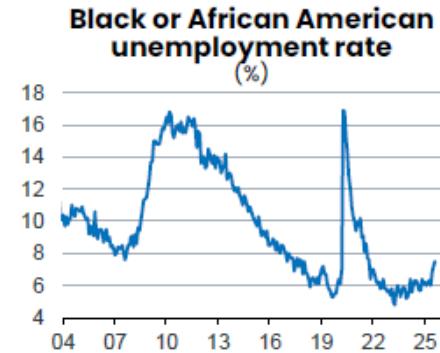
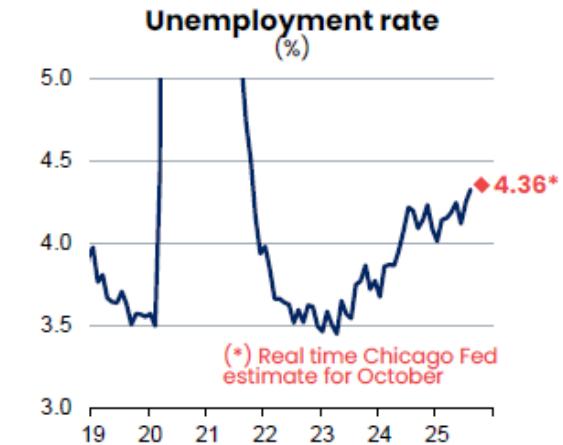
- ▶ El empleo se desacelera a un ritmo moderado y de forma muy concentrada en jóvenes y trabajos de baja cualificación y estratos de población más marginal con menor capacidad de gasto. Simultáneamente los salarios de los trabajos de alta cualificación siguen soportados.
- ▶ La inversión en bienes de equipo derivada de la implantación de la IA está acelerando la destrucción de empleo.



1



Sources: JCT, LSEG Datastream, Recovery Database Network, Candriam

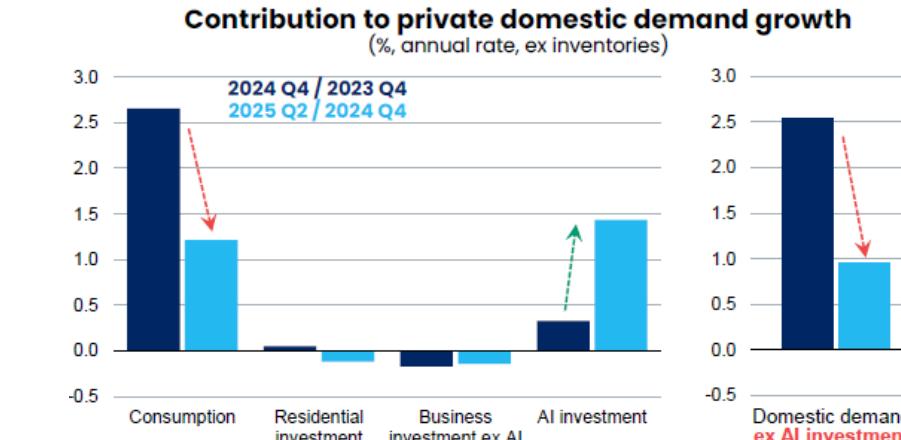


Unicaja AM 7



Condiciones monetarias y financieras favorables y la agenda de Trump a pleno rendimiento en un año electoral crucial

- ▶ La IA y la inversión en tecnología sigue suponiendo el gran motor de la economía estadounidense. Su contribución a la demanda interna supera al consumo doméstico y representa ya la partida más importante.
- ▶ Más del 60% del crecimiento en 2025 en EEUU ha sido generado por la tecnología y las inversiones ligadas a la inteligencia artificial y se espera que esa cifra crezca exponencialmente el próximo año teniendo en cuenta los compromisos de CAPEX anunciados que superan los 600.000 millones/\$ o lo que es lo mismo el 2% del PIB

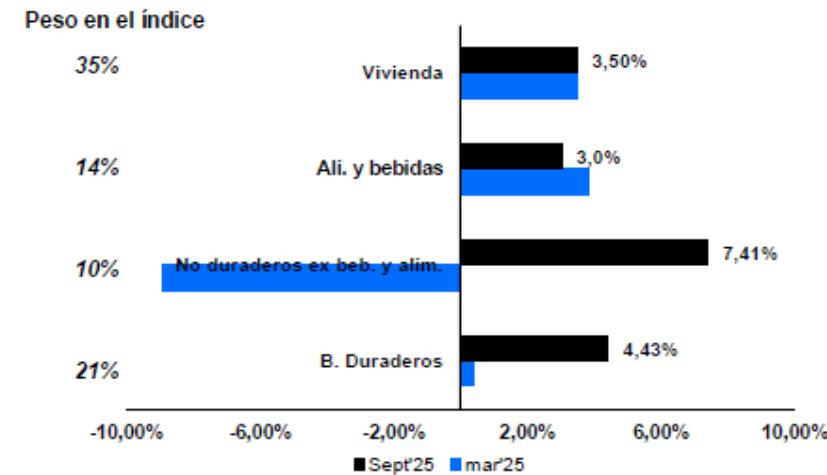
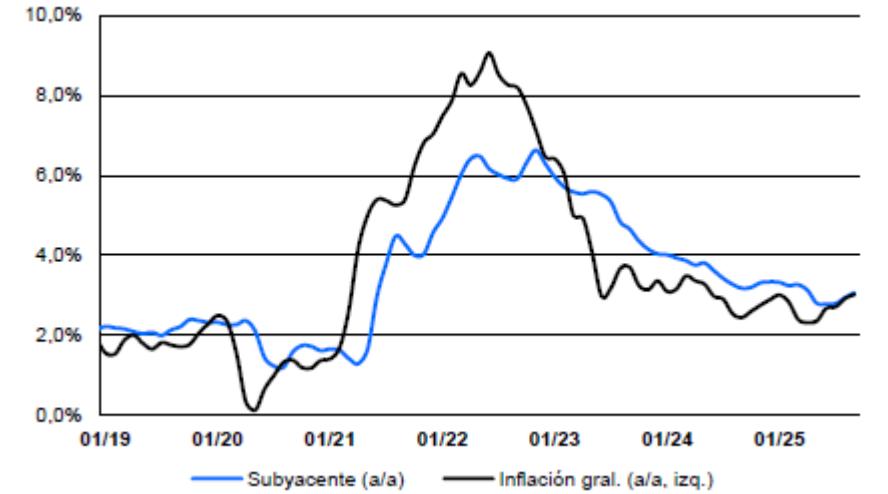


Source: Morgan Stanley Research



Condiciones monetarias y financieras favorables y la agenda de Trump a pleno rendimiento en un año electoral crucial

- ▶ Aunque los aranceles parecen haberse diluido en cierto modo y su impacto no parece evidenciarse del todo ni en márgenes ni en precios finales al consumidor, alguien está pagando por los miles de millones de dólares de nueva recaudación. Es previsible que veamos un cierto repunte en los precios en los primeros meses de 2026 incluso impulsando la inflación por encima del 3% para luego moderarse en el segundo semestre a medida que la desaceleración de la actividad tome cuerpo, el deterioro del mercado laboral se aprecie con más fuerza y veamos moderación en el componente de vivienda que es el de mayor peso.



Eurozona



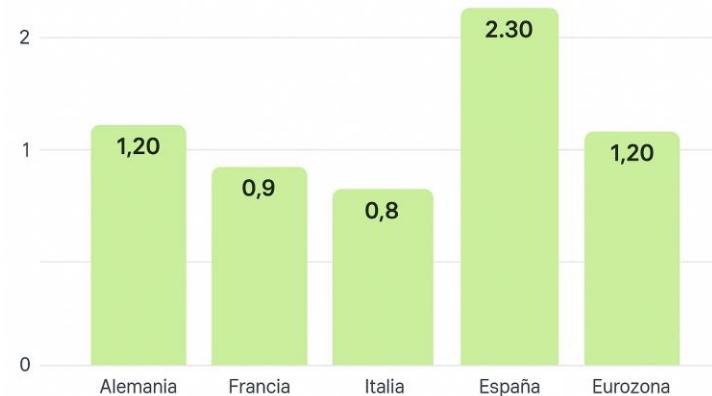
Crecimiento modesto y enormemente dependiente de los planes de estímulo.

En una pinza entre EE.UU. Y China

- ▶ La incertidumbre sigue siendo alta, las tasas de ahorro elevadas y la confianza del consumidor no termina de recuperar en los países de centro Europa.
- ▶ El modelo que ha funcionado durante años en Alemania, verdadero motor de la región ya no es viable, presionado en dos frentes: El nuevo marco tarifario impuesto por EE.UU. y la rivalidad de las manufacturas chinas mucho más competitivas.
- ▶ La incertidumbre en torno a las tarifas de ha reducido notablemente y el nivel final se ha estabilizado en zonas asumibles. Deberíamos ver una cierta recuperación de la inversión.
- ▶ Importante divergencia entre países con el sur de Europa liderando y compensando hasta ahora los problemas en Alemania y Francia. De cara al próximo año Alemania debería tomar el relevo.



Crecimiento Esperado del PIB en 2026 (%)

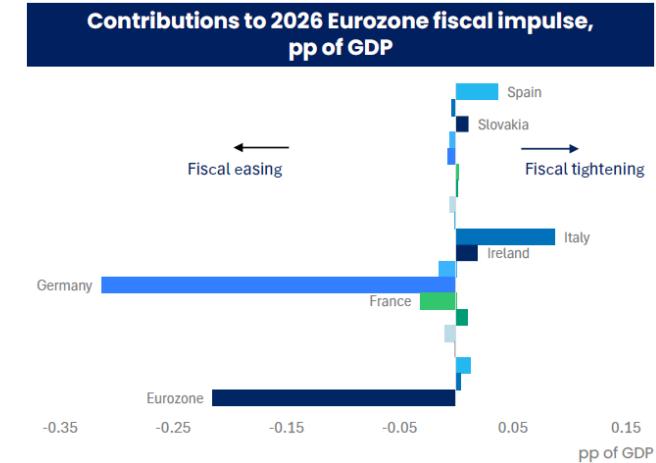
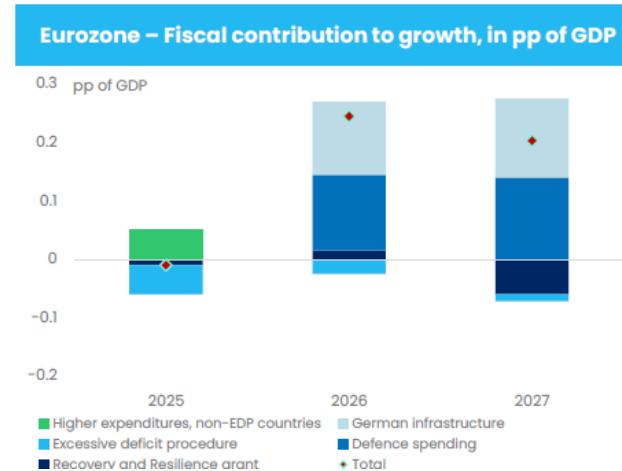


Eurozona

Crecimiento modesto y enormemente dependiente de los planes de estímulo.
En una pinza entre EE.UU. Y China



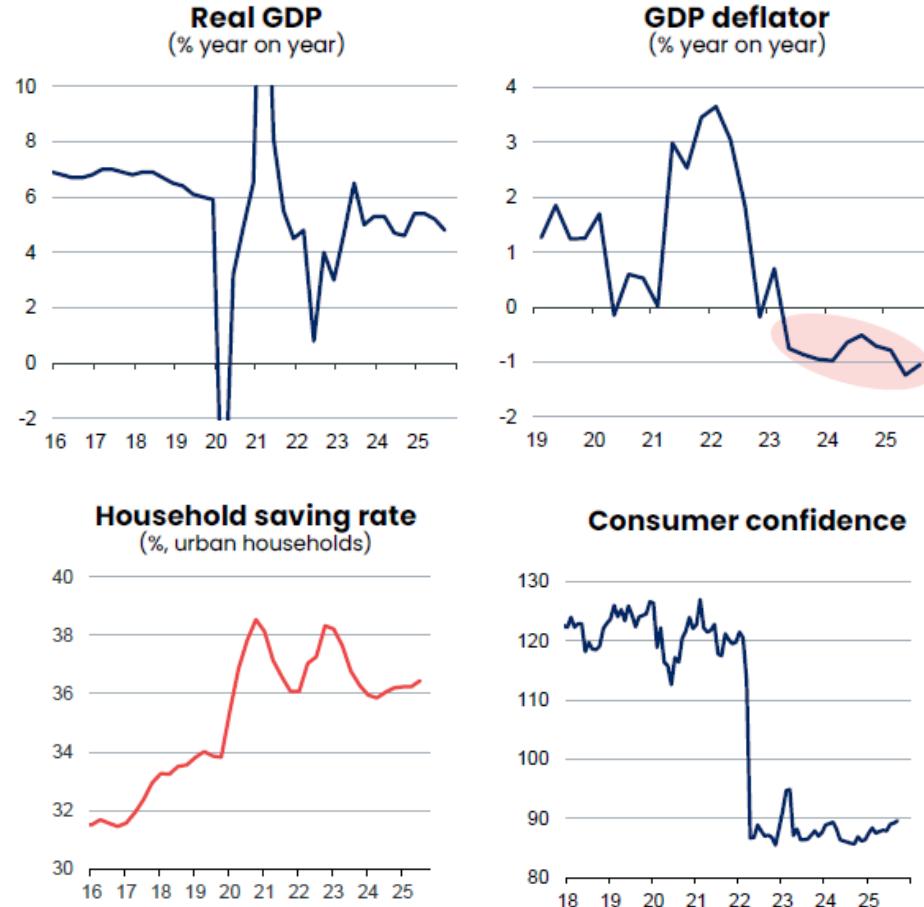
- ▶ La gran esperanza se centra en la implementación del fondo para desarrollo de infraestructura e independencia energética en Alemania y el fondo de defensa europeo que podrían aportar hasta 0,5 pp de crecimiento anual en la zona.
- ▶ Existen dudas acerca de la capacidad real de despliegue de los fondos y del potencial impacto sobre economía real de un incremento del gasto en defensa dado su bajo efecto multiplicador.



*Source: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg, UBS, CACIB, ©All rights reserved



Intensifica su rivalidad con EE.UU. y planea un fuerte viraje para estimular la demanda interna



- ▶ Crecimiento por debajo de potencial, pero razonable en torno al 4,5%
- ▶ Problemas deflacionistas derivados de la falta de estímulo en el consumo y la crisis de la vivienda cuyo stock acumulado sigue siendo muy difícil de evacuar.
- ▶ Sigue habiendo un exceso de ahorro y falta de confianza. Importante problema de paro juvenil.
- ▶ Sector financiero debilitado.
- ▶ Se siguen arrastrando muchos de los problemas que ya poníamos de manifiesto el pasado año.



Intensifica su rivalidad con EE.UU. y planea un fuerte viraje para estimular la demanda interna

- ▶ El nuevo plan quinquenal del gobierno aspira a dar un gran salto cualitativo en la carrera por la hegemonía del comercio global, el desarrollo tecnológico y la IA.
- ▶ El otro gran objetivo es el impulso del consumo interno como motor principal del crecimiento, reduciendo la dependencia exterior y el daño potencial de una intensificación de la guerra comercial con EE.UU.

COMPARATIVA DE PLANES QUINQUENALES (CHINA)

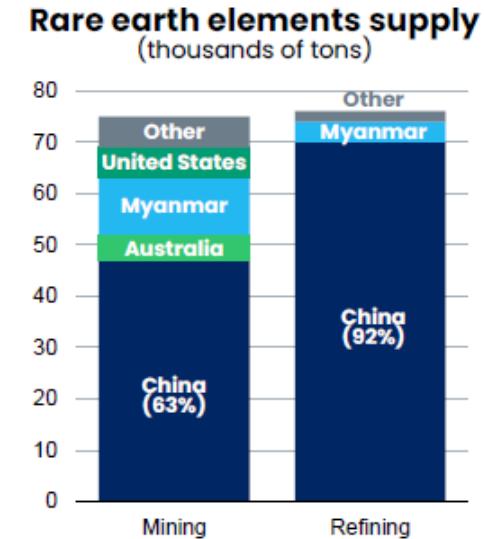
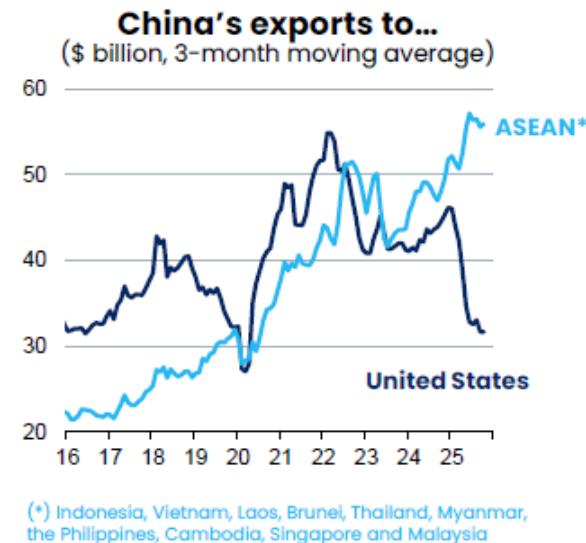
	XIV PLAN (2021-2025)	XV PLAN (2026-2030)
 INDUSTRIA	Modernización industrial inicial, impulso a manufactura	Manufactura avanzada como columna vertebral, integración digital
 TECNOLOGÍA	Innovación en IA y 5G, reducción de dependencia	Autosuficiencia en semiconductores, IA, computación cuántica
 DEMANDA INTERNA	Inicio del modelo de circulación dual	Consolidación del consumo interno y apertura exterior
 ENERGÍA Y MEDIOAMBIENTE	Reducción gradual de emisiones, energías renovables	Aumento de energía no fósil, tecnologías limpias más agresivas
 SEGURIDAD NACIONAL	Estabilidad social y control político	Refuerzo de seguridad económica y tecnológica
 OBJETIVOS A LARGO PLAZO	Crecimiento estable. meta 2035: país desarrollado	Crecimiento 4%-4.5% anual, renta similar a economías avanzadas en 2035

China



Intensifica su rivalidad con EE.UU. y planea un fuerte viraje para estimular la demanda interna

- ▶ La guerra comercial con EE.UU. continuará en los próximos años en distintos niveles de intensidad. Por el momento ambas potencias se siguen necesitando mutuamente.
- ▶ China sigue necesitando por el momento acceso a la alta tecnología y los chips de mayor nivel norteamericanos mientras que EE.UU. no puede permitirse renunciar a las tierras y metales raros cuya producción mundial y capacidad de refino domina el gigante asiático.
- ▶ En paralelo China a potenciado el comercio hacia Europa y el sudeste asiático con el objetivo de diversificar y en cierta medida tratar de evitar las restricciones de EE.UU. a sus productos utilizando países interpuestos.



Las condiciones monetarias seguirán siendo favorables

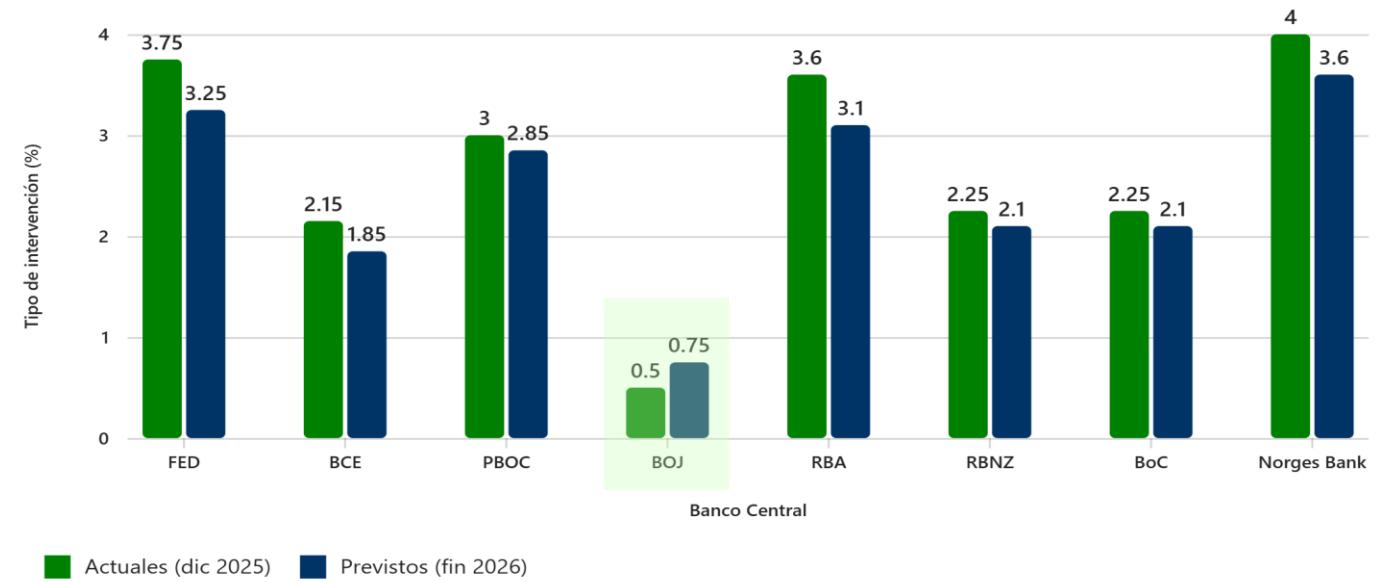


Más bajadas de tipos a la vista en 2026

- ▶ Con la excepción de Japón y es posible que del BCE (nosotros seguimos esperando un ajuste de 25 pb a lo largo del próximo año) la mayor parte de los principales bancos centrales moderarán sus tipos de intervención el próximo ejercicio.
- ▶ La FED se encuentra ante una importante encrucijada. Por una parte, a tenor de la evolución del empleo y previsible deterioro en la actividad el próximo ejercicio es necesario un mayor ajuste en el precio del dinero, pero por otra parte es consciente de que la amenaza de un repunte en la inflación en los próximos meses es una posibilidad más que real. En este sentido esperamos un ajuste adicional de 50 pb en dos bajadas probablemente en la segunda mitad de 2026 ya que tras la última bajada del mes de diciembre debería abrirse un marco temporal de esperar y ver.
- ▶ En la zona euro las condiciones para una bajada adicional no parecen darse por el momento dada la falta de presión en los precios, pero no descartamos una pequeña bajada de 25 pb el próximo año si el crecimiento no alcanza los niveles esperados o la fortaleza excesiva del Euro penaliza en exceso.

FED
Diciembre 2026
3% / 3,25%

BCE
Diciembre 2026
1,75% / 2%

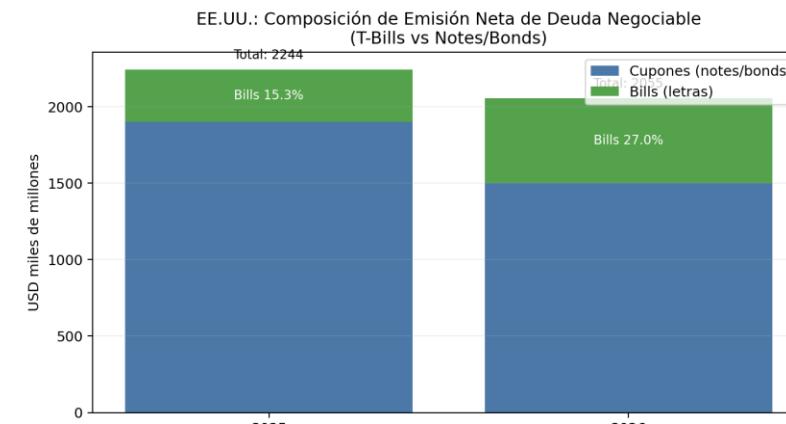
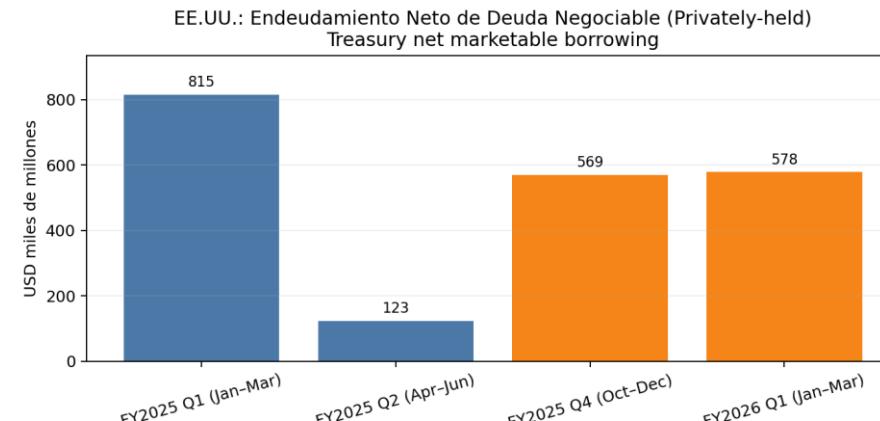


Como seguir emitiendo deuda para financiar el crecimiento y mantener a raya el déficit fiscal



Un gran problema global pero especialmente relevante en EE.UU.

- ▶ Aunque no se percibe como un problema en el corto plazo, tanto EE.UU. como otras grandes economías occidentales son conscientes de que siguen necesitando incrementar su endeudamiento para soportar el crecimiento y las prestaciones sociales tratando de evitar al mismo tiempo un gran incremento adicional del déficit público tras muchos años de fuerte expansión fiscal.
- ▶ EE.UU necesitará el próximo año emitir una gran cantidad de deuda (2 billones USD aproximadamente) aunque inferior a los cerca de 2,3 billones USD emitidos este año. La estrategia pasa por reducir las emisiones de treasury notes y bonos a medio y largo plazo en un 20% incrementando la emisión de Tbills como parte de la estrategia de cubrir el déficit fiscal con instrumentos de corto plazo que ya representan cerca del 21% de total de deuda emitida y reducir así el coste total del servicio de esa deuda.
- ▶ El régimen de “control de la curva” y de represión financiera que trata de imponer la administración Trump desde su llegada al poder podría ayudar a reducir la ratio de deuda pública y a controlar el déficit, pero no será suficiente para compensar los recortes de impuestos y las medidas de gasto previstas. Para ello necesitará seguir recaudando del exterior mediante las tarifas impuestas este año y seguir reduciendo el tamaño del estado.
- ▶ Todo lo anterior debe hacerse en un contexto de cierta falta de confianza en el excepcionalísimo americano y en el dólar. Por otra parte, la nueva senda de tipos prevista en Japón, principal financiador exterior de EE.UU., supondrá una fuerte repatriación de capital que ya se ha iniciado.



China vs. EE.UU. choque de titanes

El comercio global ha pasado de estar centrado en EE.UU a un duopolio entre ambas potencias.
La rivalidad de seguirá intensificando en 2026



Punto de partida (2001-2016): La entrada de China en la OMC (2001) cataliza su integración como fábrica del mundo. EE. UU. mantiene la centralidad financiera y tecnológica; China gana cuota en manufacturas y bienes intermedios.



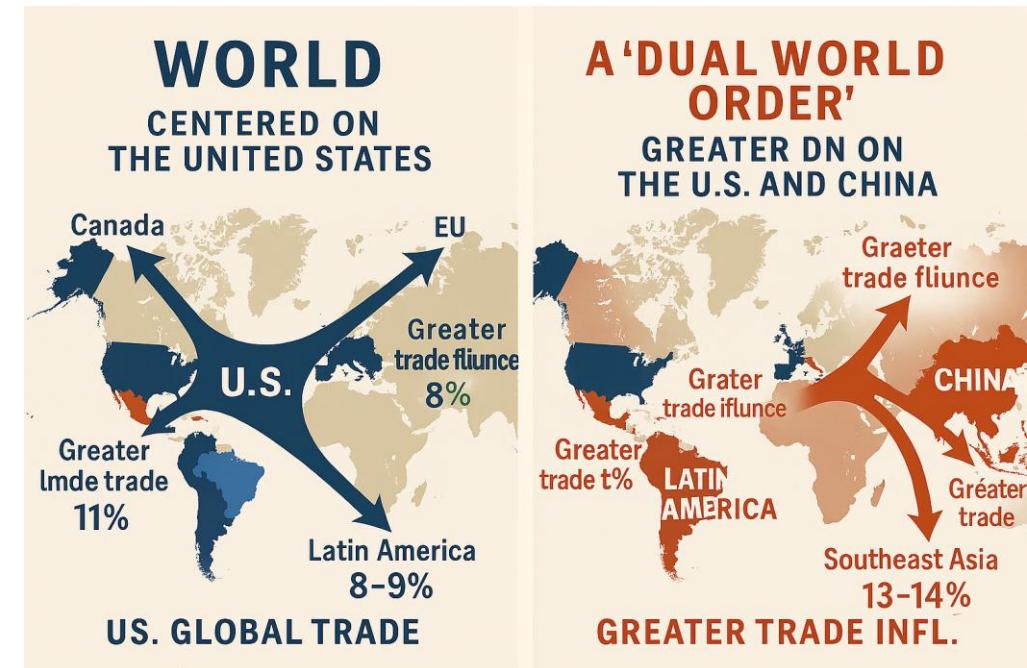
Aceleradores (2018-2025): Guerra arancelaria EE.UU.-China y, en paralelo, controles tecnológicos de EE.UU. (semiconductores avanzados, inversión outbound) + contramedidas chinas (restricciones de metales críticos como galio y germanio). Reconfiguración de cadenas de suministro (China+1, friend-shoring, near-shoring), con ASEAN y México como grandes receptores de deslocalización parcial.



Resultado (2024-2025): China pasa a ser el principal socio comercial para más de la mitad de los países, configurando un duopolio con EE.UU. en la red global de flujos de bienes.



Futuro (2026 - ?): De la globalización al comercio en torno a dos ejes

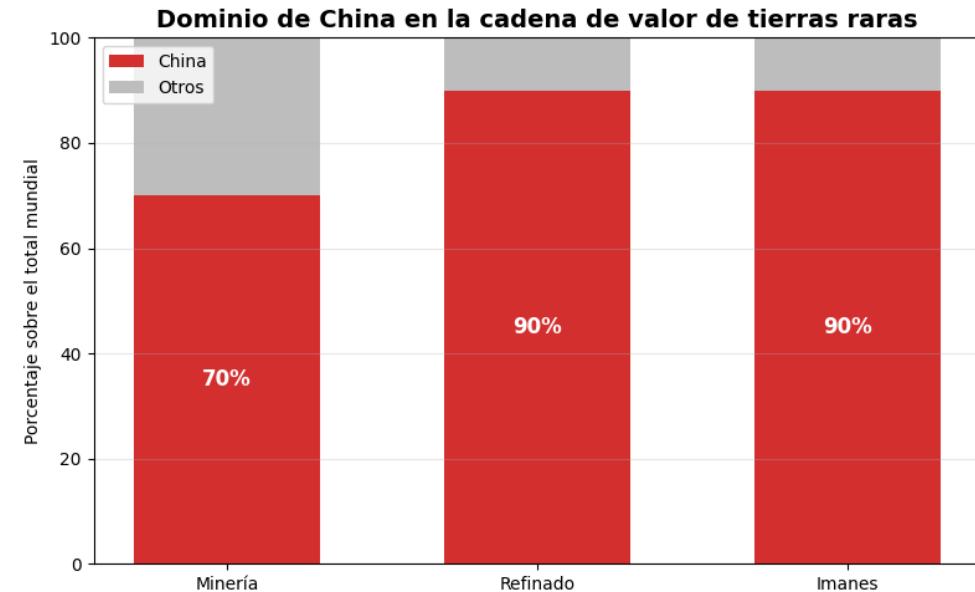
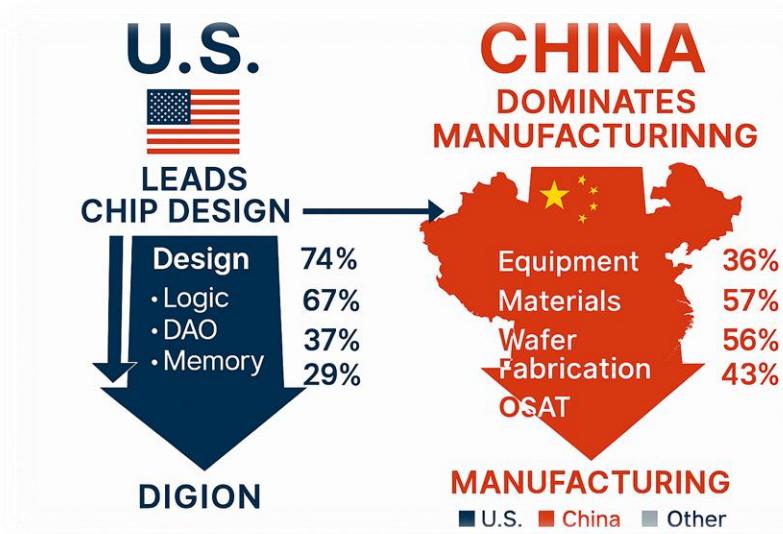


EE.UU. vs. China choque de titanes



A pesar de todo, ambas potencias se necesitan por el momento

- ▶ EE.UU. lidera el diseño de la tecnología, pero China tiene las materias primas necesarias además de la capacidad para producirla



EE.UU. vs. China choque de titanes

Inmersos en una carrera por el liderazgo tecnológico ... con objetivos distintos no competitivos



► Ambas potencias están comprometidas con un ciclo de inversiones sin precedentes para el desarrollo tecnológico, de la inteligencia artificial y la computación cuántica. Sin embargo, las aproximaciones son claramente distintas. Mientras que EE.UU está centrado en alcanzar antes y poseer la hegemonía en la tecnología de alto valor y los algoritmos de IA más potentes (IA Superinteligencia ASI, IA autoconsciente) China centra sus esfuerzos en el desarrollo de IA de menor nivel, pero con mayor facilidad de aplicación en redes neuronales y Deep learning, Robótica, visión artificial, etc...

► La rivalidad entre Estados Unidos y China es la característica definitoria de la geopolítica. La competencia abarca el comercio, la tecnología, la energía y la defensa. La inteligencia artificial ocupa un lugar central. Ambos países consideran que la inteligencia artificial es la tecnología clave que determinará la ventaja económica y militar en este siglo. Y ambos están realizando grandes esfuerzos para frenar las dependencias estratégicas que pueden convertirse en armas.

	Main Domain	
✓ Apple	Smartphones & Ecosystem Hardware	 Huawei / Xiaomi
Microsoft	Software, Cloud, Gaming	 Tencent ✓
Amazon	E-commerce, Logistics, Cloud	 Alibaba ✓
Alphabet	Search, Data, AI, Digital Ads	 Baidu ✓
Meta	Social Media, Digital Ads	 Tencent ✓
Nvidia	AI Infrastructure	 Huawei / SMIC ✓
✓ Tesla	Electric Vehicles, Batteries	 BYD / NIO

EE.UU. vs. China choque de titanes

Aunque China va por detrás en el ciclo de inversión está mejor posicionada ante la gran limitación para el desarrollo de la IA: La necesidad de ingentes cantidades de energía eléctrica!



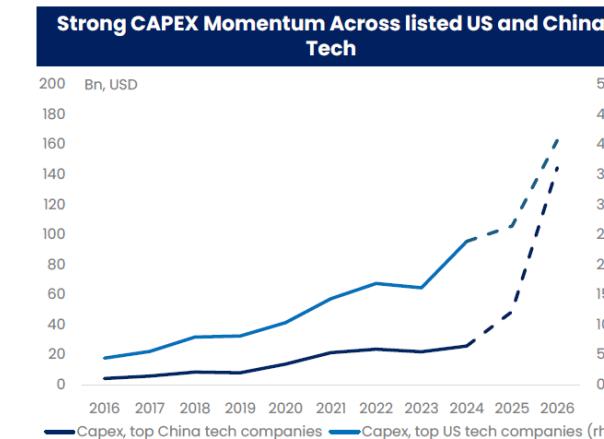
- ▶ El desarrollo de la IA en EE. UU. se enfrenta a numerosas limitaciones: políticas, financieras, como ya hemos señalado, pero sobre todo físicas, relacionadas con la computación y la energía, siendo esta última la más restrictiva en la actualidad. Los centros de datos de IA podrían consumir entre el 15 % y el 20 % de la demanda eléctrica actual de Estados Unidos para 2030, una cifra que sin duda pondrá a prueba los límites de la red eléctrica y de las industrias de combustibles fósiles y materiales. Algunas estimaciones sugieren incluso que los centros de datos podrían consumir una cuarta parte de la demanda eléctrica actual.
- ▶ China, por el contrario, está construyendo instalaciones de generación y transmisión de energía a buen ritmo. Esto incluye reactores nucleares que se ajustan al calendario y al presupuesto, además de carbón, energía hidroeléctrica y energías renovables. La fabricación de paneles solares y baterías en China está reduciendo los costes nacionales de estos productos.

Capacidad instalada (GW)

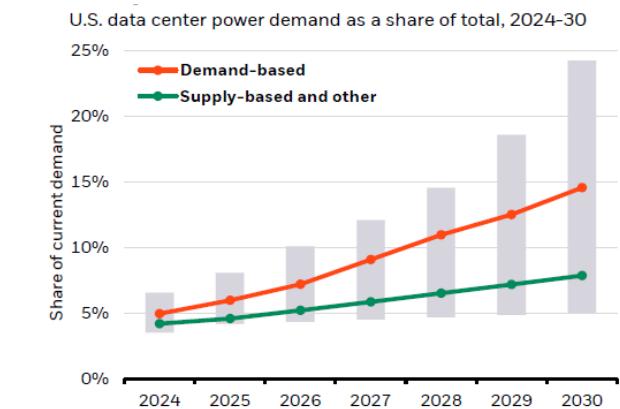
Indicador (fin de año)	EE. UU. 2024 (≈)	EE. UU. 2026 (objetivo/escenario)	China 2024 (≈)	China 2026 (objetivo/escenario)
Total GW	1.300-1.400	1.450-1.600	3.000-3.200	3.600-3.900
Renovables (eólica+solar)	380-450	500-620	1.200-1.400	1.600-1.900
Nuclear	95-100	95-105	57-60	70-80
Gas	480-520	480-540	120-160	130-180
Carbón	180-200	130-170	1.200-1.300	1.200-1.300 (estable/ligera baja)
Hidro	75-80	75-85	420-450	430-470

Suposiciones clave 2026:

EE. UU.: expansión **solar + eólica** (interconexión mediante *grid-enhancing* y almacenamiento); retiros netos de **carbón**; **nuclear** plana a levemente al alza por *uprates* y extensión de vida. China: continuidad del **boom renovable**, ampliación **nuclear** en construcción, **carbón** como respaldo para firming y seguridad de suministro; incremento de **UHV**.



*Source: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg. ©All rights reserved



Puede la IA seguir impulsando a los mercados en 2026?

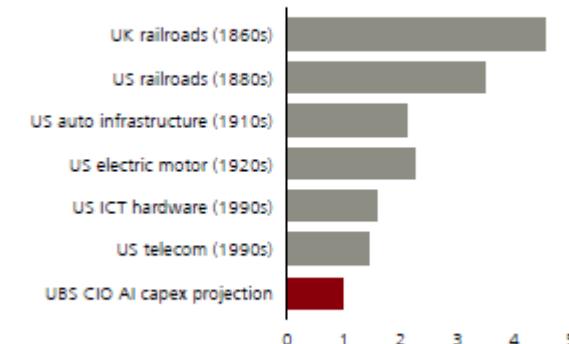
La respuesta rápida es si, pero con matices



- ▶ El desarrollo de la IA requiere unas inversiones multimillonarias en los próximos 5 años de cerca de 7 trillones USD globalmente de los que 2.4 trillones USD ya están comprometidos a la fecha.
- ▶ Se prevé que la inversión global en proyectos crezca a una tasa compuesta anual del 25 % CAGR entre 2025 y 2030, hasta alcanzar los 1,3 billones de dólares anuales en 2030. Para 2026 ya se contemplan unas inversiones de más de 550 mil millones USD.
- ▶ Teniendo en cuenta estas cifras llegamos inmediatamente a dos conclusiones: Tanto los ingresos agregados como el cash flow libre de las compañías del sector se van a quedar cortos para financiar ese ciclo expansivo de CAPEX y hará falta incrementar los ingresos agregados derivados de la IA notablemente para justificar las inversiones hechas a los múltiplos actuales.
- ▶ Para poder generar el incremento de ingresos necesario es indispensable que el crecimiento potencial del PIB se ensanche y una mayor aportación de la IA al mismo, algo que creemos posible a través de las enormes ganancias de productividad que se generarán en todos los sectores en los próximos años.
- ▶ Al ritmo de implementación actual es factible que esperando un incremento del crecimiento del PIB global del 1/1,5% anual gracias a la IA veamos un incremento de ingresos totales superior al billón anual y de participación en el PIB de hasta un 10%. Con estas cifras es factible que la IA genere ingresos anuales superiores a los 600.000 millones USD que justificarían tasas de retorno sobre la inversión cercanas al 10% a los precios actuales.
- ▶ En cualquier caso, las dudas son razonables, las valoraciones exigentes y no todos los actores actuales sobrevivirán al proceso. Hay que ser tremadamente selectivos.

AI capex remains low in GDP terms

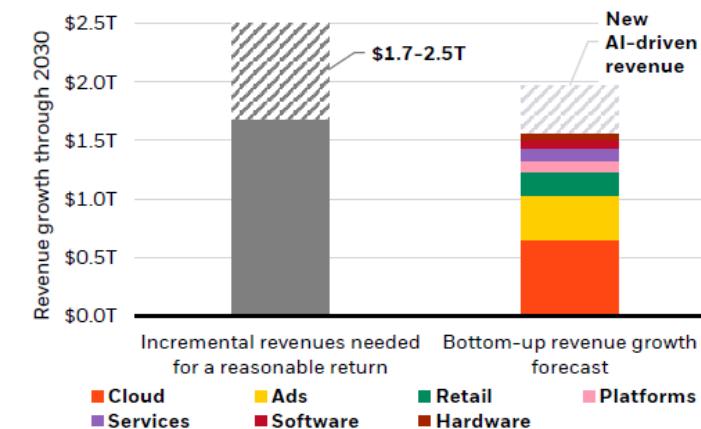
Historical investment impulses, % of global GDP



Sources: Goldman Sachs, Bureau of Economic Analysis, IMF, UBS, as of 12 November 2025

Doing the math

Estimates of annual U.S. corporate revenue growth through 2030



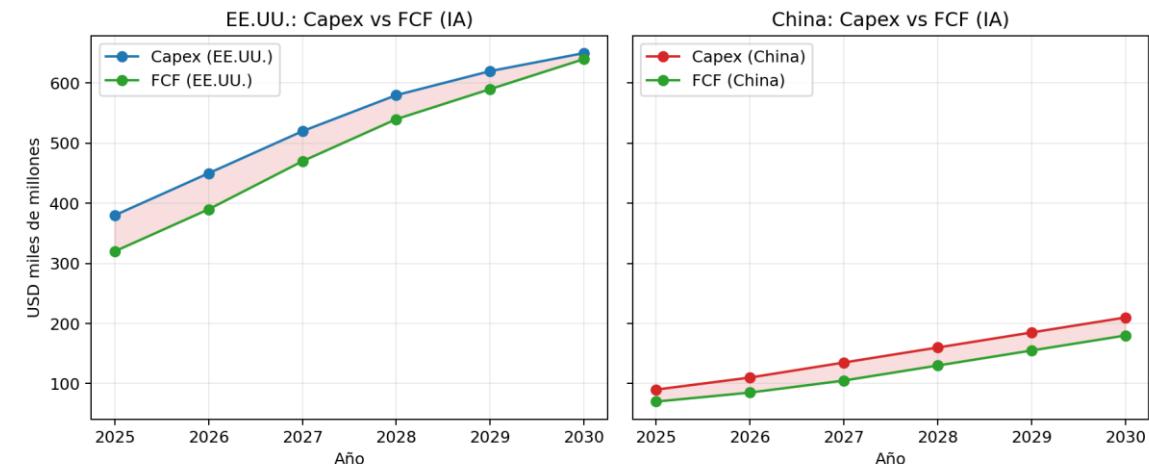
Seguirá siendo asumible el ciclo de CAPEX de la IA?

Un incremento del apalancamiento es inevitable pero asumible

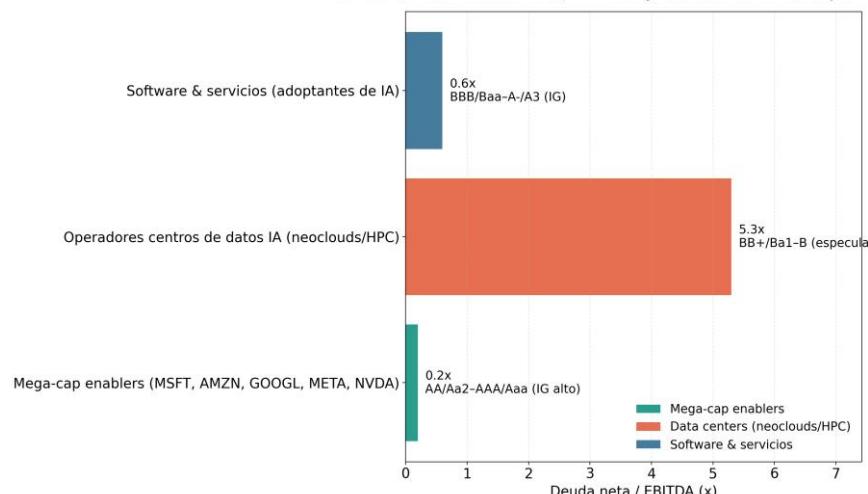


- ▶ La expansión de la IA, entre la inversión inicial y los ingresos posteriores, requiere financiación a largo plazo y las capacidades de generación de flujo de caja libre en todos los casos, no será suficiente requiriendo inevitablemente un mayor grado de apalancamiento, algo que ya ha comenzado a suceder tras las recientes ventas de bonos de algunas de las grandes empresas tecnológicas.
- ▶ La posición de partida de las compañías del sector es excelente, especialmente las cotizadas, con niveles de deuda neta/equity de 0,5 veces y deuda neta /Ebitda muy por debajo de 1 lo que da una idea de su capacidad de repago.
- ▶ En 2025, el 26% de la emisión neta en dólares está ligada a proyectos IA (127.000 M USD en IG, 9.000 M en HY) y se espera que la oferta neta en IG alcance 670.000 M USD globalmente y 245,000 M USD en EE.UU. en 2026.
- ▶ El elevado endeudamiento y las prioridades fiscales contrapuestas – desde el impulso de Alemania en materia de defensa, los abultados déficits presupuestarios de Estados Unidos y Reino Unido y los nuevos compromisos de gasto de Japón– limitan el papel del sector público en la financiación del desarrollo de la IA.
- ▶ Aunque algunas compañías medianas y pequeñas están acudiendo a fuentes alternativas de financiación (SPV, SPACs, etc) que preocupan al utilizar como garantías los propios activos (chips, GPU, etc), se trata de un fenómeno por el momento bastante aislado ya que cerca del 80% del total del capex requerido será soportado por los grandes Hyperscalers con capacidad de financiación tradicional.

IA (2025-2030): Necesidades de Capex vs Generación de Caja Libre — Escenario Ilustrativo



Capacidad de financiación de compañías de IA en EE. Promedios de Deuda neta/EBITDA y calidad crediticia por c



Solidez en mercados emergentes

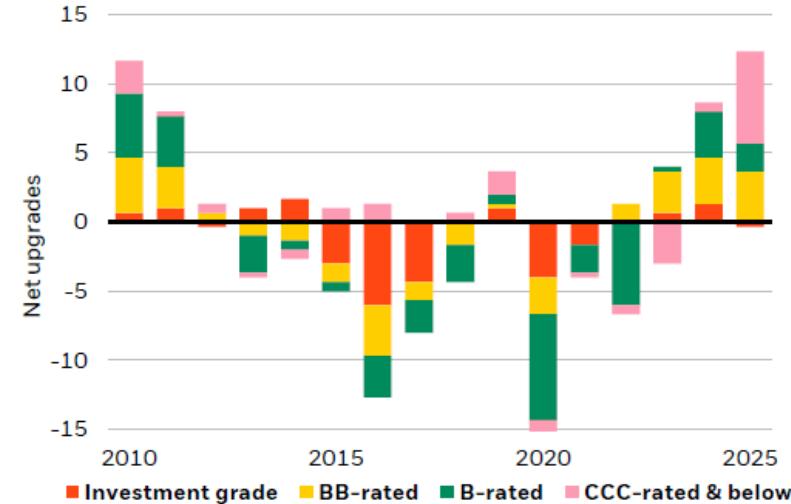
Una interesante apuesta tanto en renta fija como en renta variable



- ▶ Las favorables condiciones macroeconómicas, las atractivas valoraciones y la exposición a las tendencias de crecimiento a largo plazo hacen que los argumentos a favor de los mercados emergentes en el entorno actual sean cada vez más convincentes.
- ▶ Los excelentes fundamentales de muchas economías emergentes, un dólar débil, la reconfiguración del comercio global y la exposición a materias primas fundamentales para el desarrollo tecnológico y de infraestructuras necesario para soportarlo conforman una combinación ganadora para esta clase de activo.
- ▶ La renta fija emergente debería beneficiarse del ciclo de relajación de la FED que deja margen a bajadas de tipos para otros bancos centrales de la región favoreciendo el crecimiento que se espera notablemente superior que el de los desarrollados el próximo año. La calidad crediticia de muchos de estos países ha mejorado notablemente gracias a unos balances más sólidos y un volumen de nuevas emisiones limitado en los últimos años. Por otra parte, en un mundo en busca de carry, el atractivo que aporta esta clase de activo ponderado por el riesgo es muy interesante.
- ▶ En renta variable la oportunidad de inversión es muy atractiva teniendo en cuenta las valoraciones de partida tanto absolutas como en términos relativos a mercados desarrollados. La exposición a la cadena de valor de temáticas que registran la atracción de nuevos flujos como el desarrollo de la IA o la transición energética hace que países como China o India con una fuerza laboral joven y en expansión o los ligados al ciclo de las MMPP sean muy interesantes.

Jump in quality

Rating upgrades to emerging market (EM) sovereign debt, 2010-2025



Cuadro comparativo (LatAm, Asia, EMEA)

Región	TIR esperada (2026)	Volatilidad estimada	Rating soberano medio	Argumentos clave
LatAm	7,0% - 8,5%	Alta (EMBI spreads aún amplios en países frontera)	BBB- / BB+	Reformas en Argentina y Brasil, ciclo de recortes agresivo, divisas atractivas.
Asia EM	5,5% - 6,5%	Media (menor riesgo político, fundamentos sólidos)	BBB / A-	Políticas ortodoxas, estabilidad macro, potencial en India e Indonesia.
EMEA	6,0% - 7,0%	Media-Alta (riesgo geopolítico en Turquía, África)	BB / B+	Rating estable en África y Europa emergente, reformas en Turquía

Incertidumbre geopolítica en un mundo más polarizado

Conflictos armados, polarización política e incremento de la desigualdad



- ▶ Conflictos armados en marcha y zonas de fuerte desestabilización. Los esfuerzos por alcanzar un alto el fuego y una posible paz duradera en Ucrania por parte de EE.UU se intensifican, aunque las pretensiones de Rusia dificultan el posible acuerdo. Por su parte la invasión de Gaza por parte de Israel y el cierre en falso del conflicto ha generado fuerte desestabilización en la región, aunque no ha afectado excesivamente a los precios del crudo.
- ▶ La polarización política sigue en aumento. El riesgo de llegada al poder de partidos extremistas es ya una realidad en muchos países europeos y podría derivar en mayor inestabilidad. La situación política francesa sigue siendo complicada, pero una fractura política en Alemania donde la extrema derecha ha ganado mucho peso puede representar el mayor riesgo, ya que podría dificultar que el gasto fiscal prometido se materializara.
- ▶ En noviembre tendrán lugar en EE.UU. las elecciones de medio término y aunque en términos históricos es poco probable que el partido en el poder conserve la mayoría en las dos cámaras no hay ninguna duda de que Trump hará todo lo que esté en su mano para conseguirlo. Aunque los esfuerzos se centrarán en lo económico no descartamos un nuevo incremento de la polarización y el clima de tensión que podría afectar a los mercados.
- ▶ La llegada de la IA está teniendo un fuerte impacto en la configuración del empleo y de la sociedad. Hasta el 60% de los empleos actuales se encuentran afectados por la nueva "revolución industrial" pero el beneficio se está centrando especialmente en los trabajos de mayor cualificación dejando atrás a aquellas personas con menor cualificación tecnológica incrementando más los ya elevados niveles de desigualdad.

SITUACIÓN ACTUAL DE LA GUERRA EN UCRANIA

15 de diciembre 2025

FRENTE MILITAR



- Ofensiva rusa intensa, avances parciales en Pokrovsk-Myronobrad
- Ucrania mantiene resistencia en Kupiansk

DIPLOMACIA



- Marco de 20 puntos en discusión (alto el fuego garantías de seguridad)
- Kyiv rechaza concesiones territoriales; Moscú exige retirada ucraniana

ENERGÍA Y ZNPP



- Víctimas civiles en aumento (julio récord desde 2022)
- Atacamiento de prisioneros institucionalizado (canjes masivos)

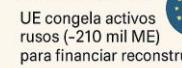
HUMANITARIO



- Víctimas civiles en aumento (julio récord desde 2022)

- Intercambio de prisioneros institucionalizado (canjes masivos)

ECONOMÍA



- UE congela activos rusos (-210 mil ME) para financiar reconstrucción

MIDTERM ELECTIONS 2026



CONGRESS

- Elecciones para el Congreso de los Estados Unidos
- Control de la Cámara de Representantes y el Senado en juego

HOUSE OF REPRESENTATIVES



- Todos los 435 asientos en juego
- 34 de 100 asientos en juego



CONGRESS

SENATE

- 34 de 100 asientos en juego



Riesgos potenciales para el escenario central

Resumen de factores que deberemos vigilar de cerca el próximo año....



- ▶ Aunque un escenario de crecimientos moderado sin presiones inflacionistas sigue siendo el más probable la posibilidad de un repunte en los precios mayor del esperado en un escenario conflictivo en el comercio global y de tensiones geopolíticas no es 100% descartable. Un incremento en las beligerancias entre EEUU y China mayor del esperado con restricciones severas mutuas (acceso a tierras raras y a chips de última generación) o mayores tensiones en Oriente Medio con impacto en los precios del crudo podrían provocarlo.
- ▶ La situación en EEUU y los planes de Trump podrían complicarse de nuevo si el marco tarifario impuesto este año se viese comprometido por decisiones adversas en los procesos judiciales en marcha. De producirse tendría impacto significativo en las expectativas sobre el déficit y sin duda ejercería presión sobre los plazos más largos de la curva.
- ▶ En Europa habrá que seguir de cerca la capacidad real para trasladar los planes de gasto fiscal previstos a la economía real y el posible desenlace de la guerra de Ucrania y su reconstrucción en caso de alcanzarse un acuerdo de paz.
- ▶ Las dudas sobre las valoraciones de la tecnología y la sostenibilidad del ciclo de inversiones previsto continuarán generando volatilidad en los mercados. Habrá que estar atentos a cualquier señal preocupante.
- ▶ La posibilidad de una pérdida de credibilidad de la FED por la elevada injerencia política está sobre la mesa, especialmente una vez que se produzca el relevo de Powell. Los mercados nunca han llevado demasiado bien la falta de independencia de la autoridad monetaria.
- ▶ Desenlace de las elecciones de medio término en EE.UU. que traerán importantes dosis de volatilidad a los mercados en la segunda mitad del año. Un resultado muy negativo para los republicanos generaría mucha tensión.

02.

Renta Fija



Unicaja

Asset Management

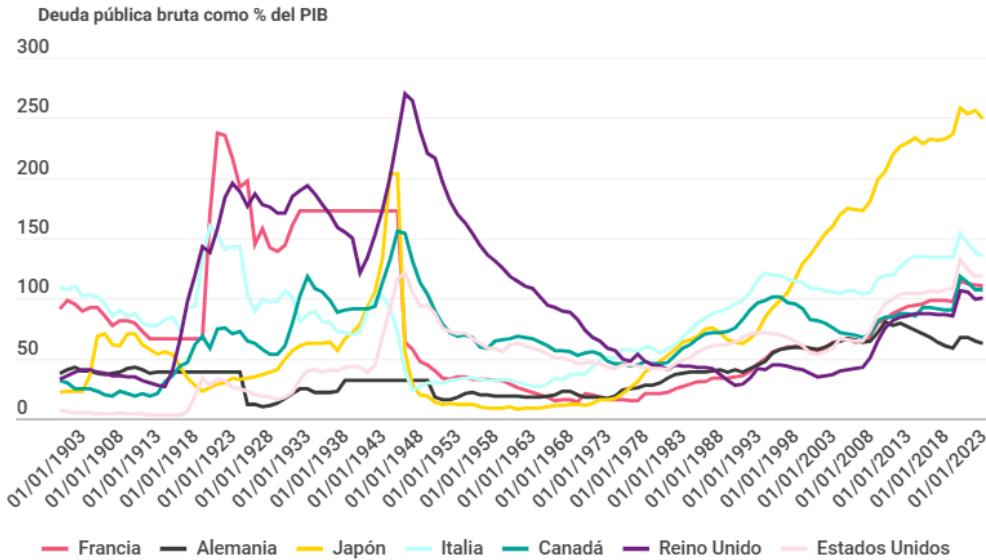


Duración

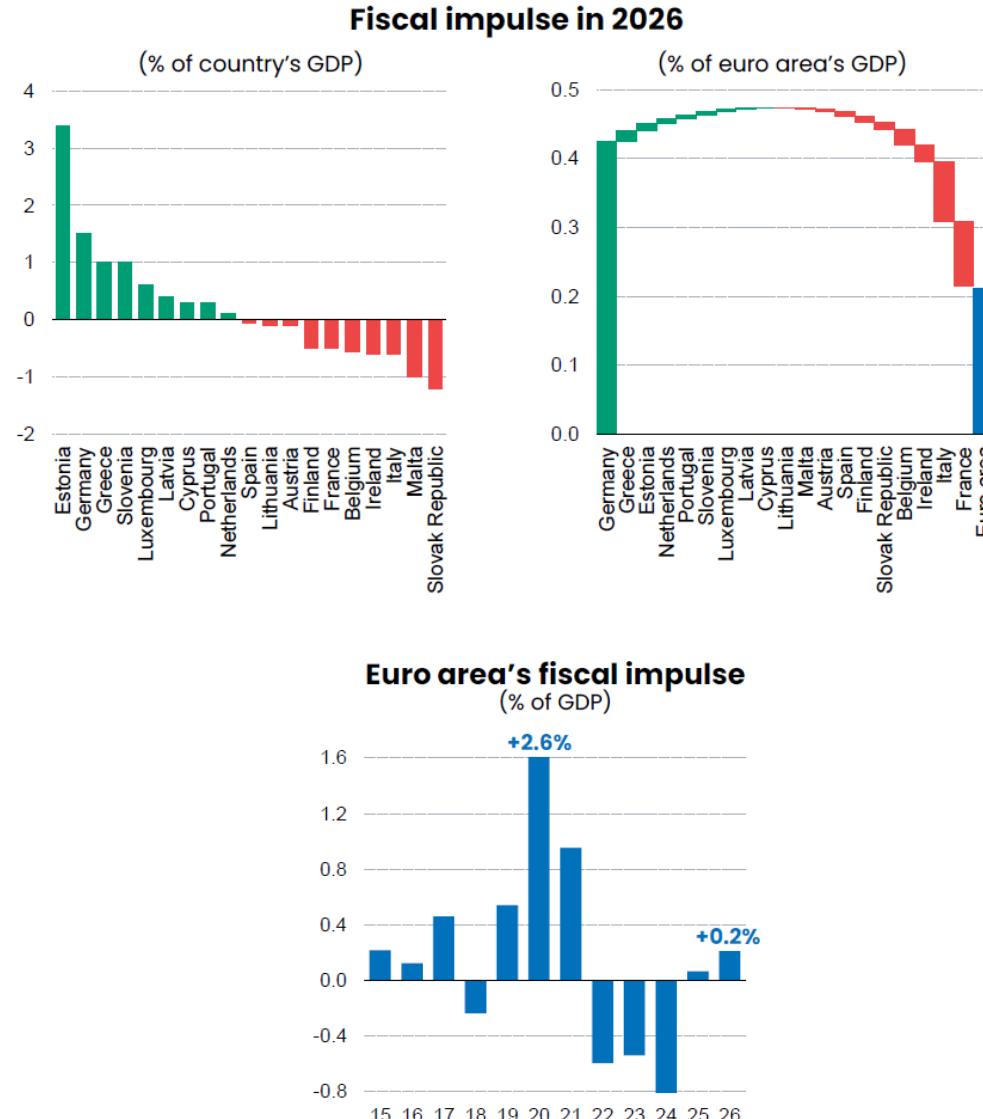
- ▶ Crecimientos económicos resilientes e inflaciones controladas y en muchos casos en el objetivo de los bancos centrales siguen favoreciendo un entorno monetario acomodaticio con algunas excepciones como Japón
- ▶ Teniendo en cuenta el entorno de fuerte gasto fiscal previsto en EE.UU. y Europa y la reducción de reinversiones prevista por el BCE (PSPP y PEPP) es previsible que veamos un nuevo récord de emisiones de deuda en 2026. En la zona euro la emisión bruta de bonos soberanos superará los 900.000 millones Eur de forma agregada. Por su parte EE.UU. afrontará el próximo año un muro de vencimientos cercano a los 10 billones USD (1/3 de la deuda total actual) que deberá refinanciar y está previsto que emita adicionalmente cerca de 2 billones USD. Este ingente volumen de emisiones deberá ser absorbido por el mercado en un entorno de mayor desconfianza lo que podría ejercer presión al alza sobre las rentabilidades. A favor juega el fin del QT anunciado recientemente por parte de la FED o la flexibilización prevista de las normas de liquidez y capital en la banca que por el contrario podrían ejercer alivio al tesoro americano.
- ▶ A pesar del ligero repunte experimentado en las curvas de la eurozona y EE.UU. este año, ambas siguen mostrando una pendiente muy escasa ofreciendo una prima por plazo muy pequeña que sigue sin compensar en exceso alargar duraciones de forma estructural (Spread 2-10: USA 30 pb, Alemania 70 pb). A medida que avance el año la presión del fuerte endeudamiento previsto junto con la posibilidad de ver bajadas adicionales en los tipos de intervención podría provocar cierto empinamiento adicional en las curvas, especialmente la norteamericana, que mejoraría la prima por plazo y justificaría mantener duraciones intermedias. En los tramos más largos la volatilidad será mayor y la gestión deberá ser más táctica.
- ▶ En Europa es previsible que sigamos viendo divergencias económicas entre países y tensiones políticas que abran una pequeña puerta a la oportunidad. En Francia y Reino Unido es previsible que la tensión persistirá en los próximos meses.
- ▶ Las potenciales amenazas a la independencia de la FED podrían igualmente incrementar la volatilidad del mercado.

Renta Fija

Un año de carry trade y de gestión activa de la duración



Fuente: FMI, últimos datos a octubre de 2025

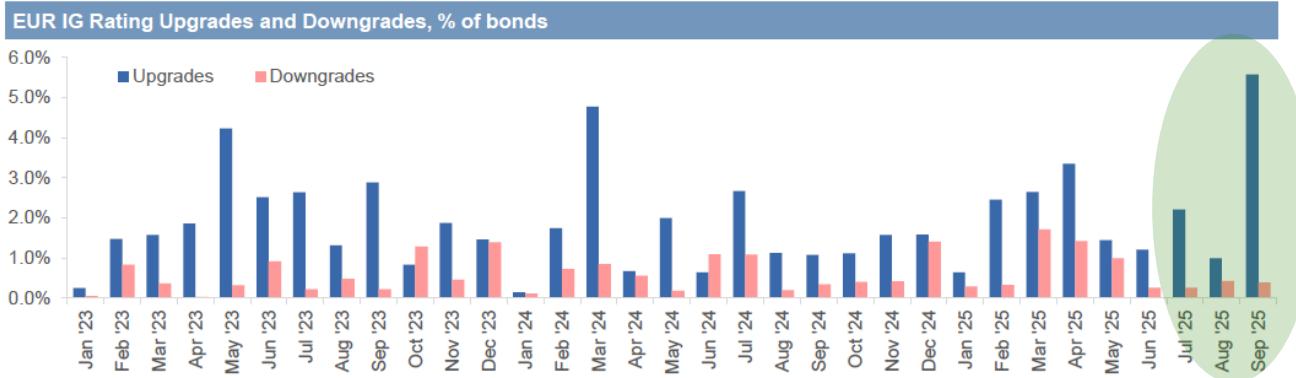


Sources: European Commission, Candriam



Crédito

- ▶ Considerando la visibilidad prevista para el crecimiento en 2026, el crédito parece bastante sustentado a pesar los elevados niveles de precio alcanzados. Las tasas de default seguirán cayendo de forma general, aunque habrá que estar vigilantes con el crédito del sector tecnológico dadas las necesidades de financiación comprometidas en relación con los desarrollos de la inteligencia artificial.
- ▶ El porcentaje de revisiones al alza vs baja de rating crediticio de compañías se encuentra en máximos de los últimos años no percibiéndose problemas graves de solvencia.
- ▶ La necesidad de potenciar los retornos y un contexto económico global más resiliente siguen generando una fuerte apetencia por el crédito



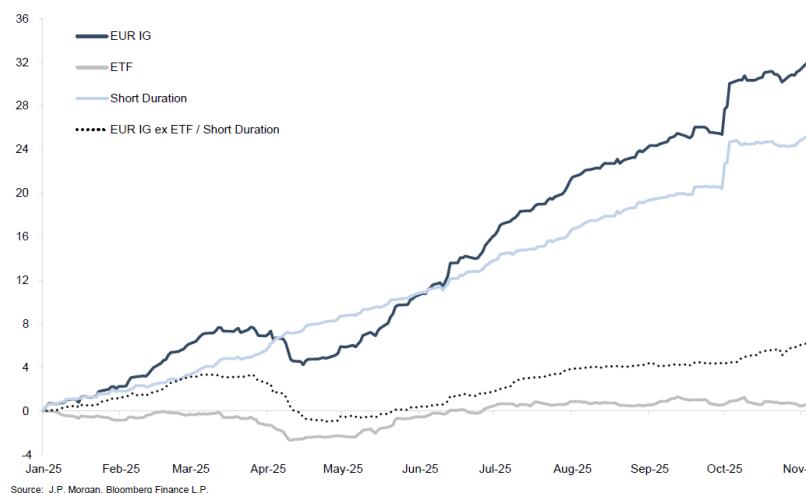
Renta Fija

El yield es el rey



Crédito

- ▶ El apalancamiento privado se encuentra muy lejos de sus máximos en términos relativos sobre PIB mientras que el endeudamiento público bate récords.
- ▶ La nueva emisión prevista en IG para el próximo año es enorme y por otro lado necesaria para poder seguir soportando la fuerte demanda en primario. Solamente en EE.UU se estiman 417.000 M USD en vencimientos IG en 2026, lo que anticipa un volumen bruto superior a 1,8 billones USD (máximo histórico) de nueva emisión, impulsado por refinanciación y grandes emisiones para financiar CAPEX tecnológico y M&A



Debt divergence

U.S. government and corporate debt, 1950-2025

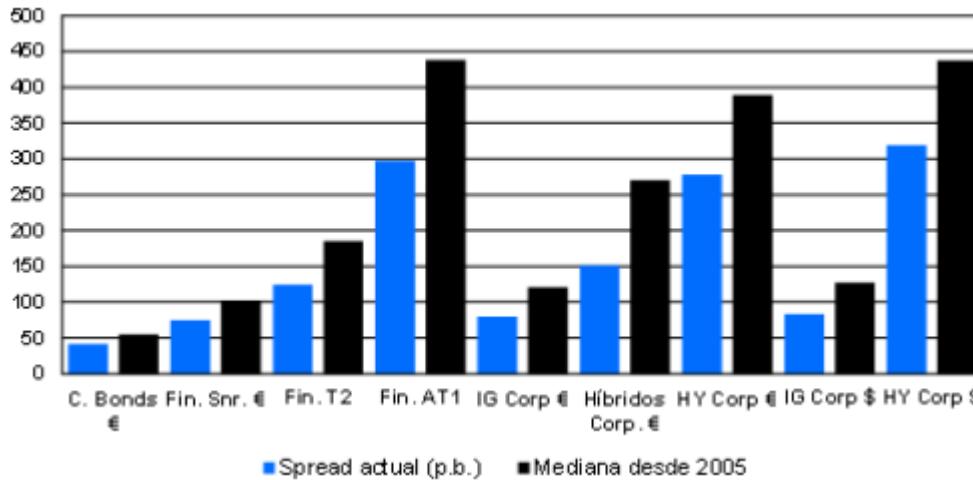


- ▶ En HY esperamos mayor actividad en EE.UU (350.000 / 400.000 millones USD) que en Europa.
- ▶ Los flujos de inversión en crédito en todos los segmentos a lo largo del año que termina han sido históricos y es previsible que se mantengan en la misma línea el próximo año en un entorno en el que la duración no paga y se busca potenciar el carry de las carteras. Por tanto, previsiblemente a pesar del fuerte incremento de la oferta la presión de precios podría continuar.

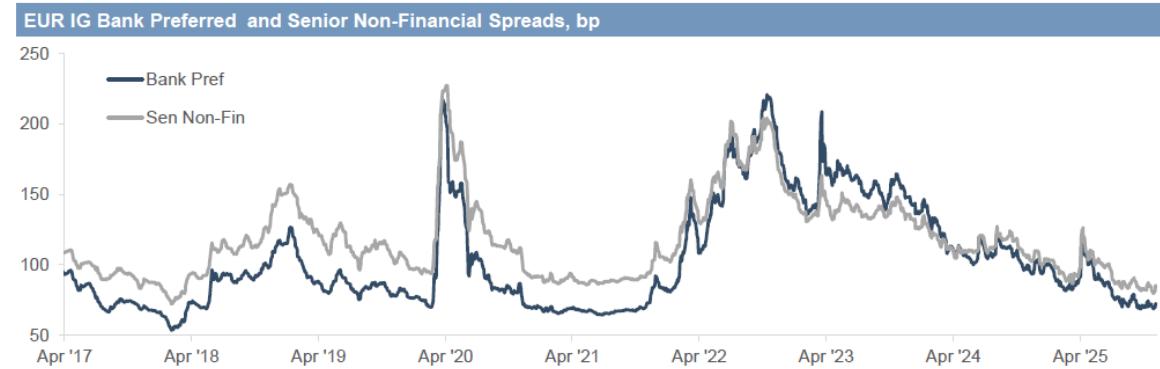


Crédito

Diferenciales de crédito por clase de activo vs mediana últimos 20 años



Evolución de spreads Financieros vs no Financieros



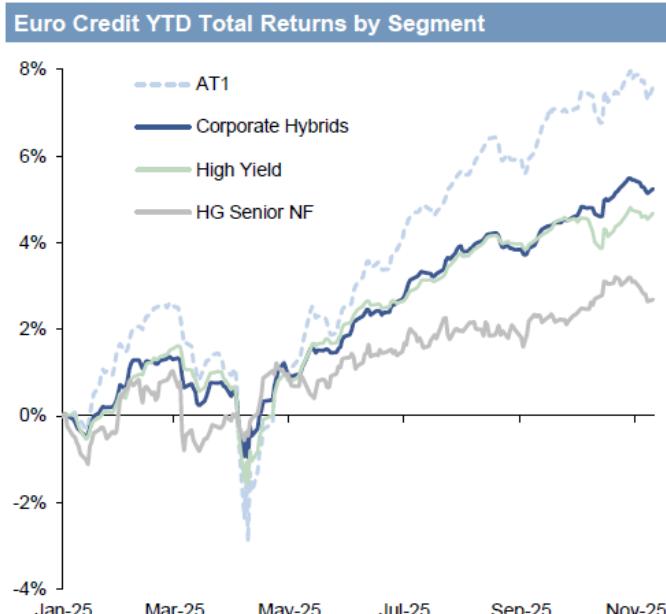
- ▶ Dados los niveles actuales de los spreads de crédito en todos los segmentos (por debajo de la mediana desde 2005) nos parece difícil ver una compresión adicional relevante. Sin embargo, el carry adicional sobre gobiernos sigue resultando atractivo en un entorno razonablemente estable.
- ▶ Seguimos viendo mucha liquidez y demanda sólida en IG. Vemos más soporte en crédito financiero y nos sigue gustando el papel subordinado en este segmento a pesar de su elevado recorrido sobre el High Yield. Vemos atractivo en los híbridos corporativos.
- ▶ Seguimos prefiriendo plazos cortos y medios. El recorrido tanto asimétrico por sectores impone ser selectivos.

Renta Fija

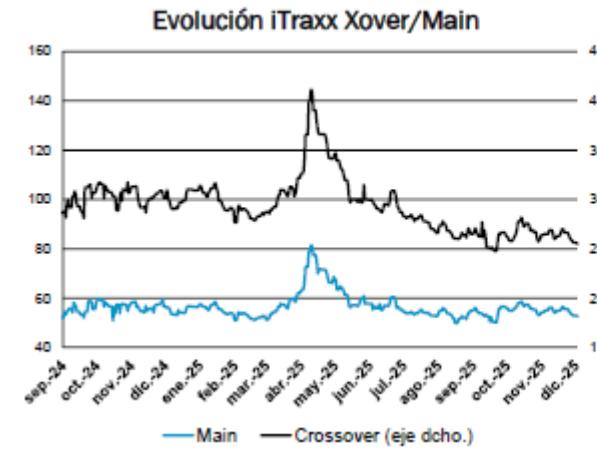


Rentabilidades atractivas y un entorno moderadamente positivo de retornos.

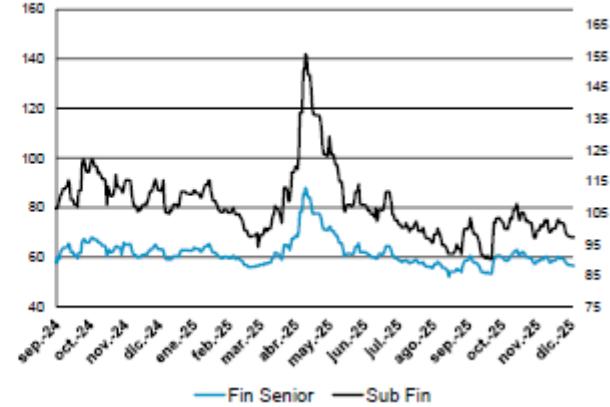
Crédito



Source: J.P. Morgan, S&P Global. Hybrid Returns exclude Real Estate.

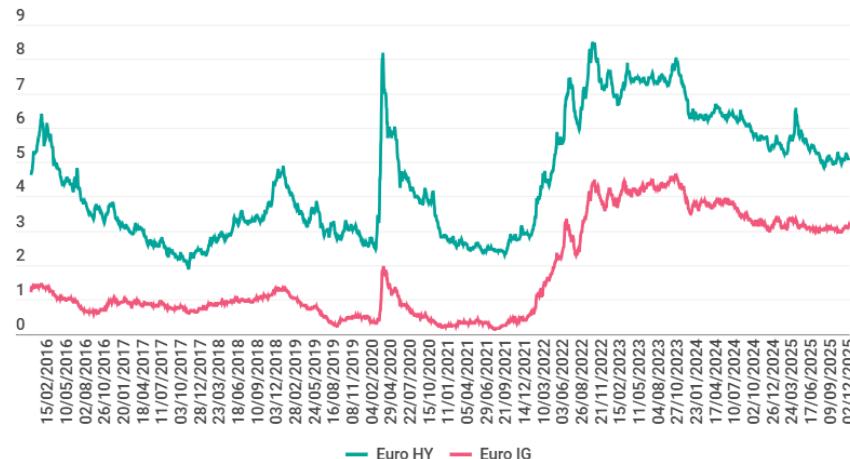


Evolución Fin Senior/Subordinado



Fuente: Eikon Datastream & BS Análisis

Evolución yield del Euro IG y el Euro HY



03.

Renta Variable



Unicaja

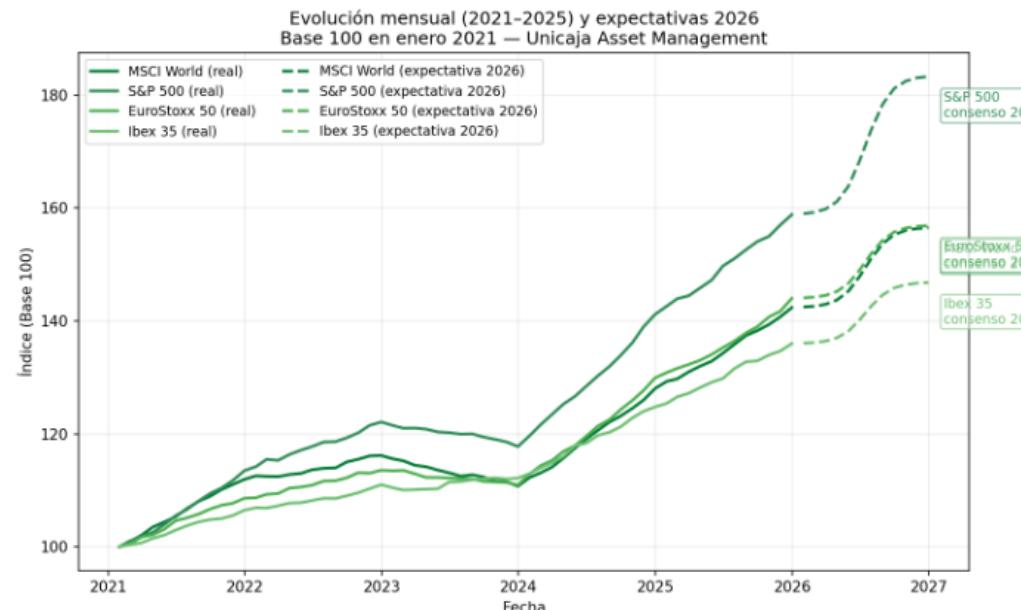
Asset Management

Renta Variable



Margen para seguir subiendo, pero con importantes cuestiones a vigilar.

- ▶ En un entorno económico en principio más soportado de los previsto, con niveles de inflación controlados (a vigilar en EEUU), políticas monetarias aun acomodaticias y fuerte gasto fiscal todo parece indicar que se dan las condiciones para un comportamiento razonablemente positivo para la renta variable.
- ▶ Sin embargo, hay importantes aspectos que los inversores deben tener en cuenta. Las valoraciones siguen siendo muy elevadas en términos generales, el crecimiento de beneficios como principal soporte para las cotizaciones es geográficamente y sectorialmente asimétrico además de existir dudas sobre la capacidad real para alcanzar las elevadas expectativas de consenso en 2026. También existen aun importantes focos de incertidumbre e inestabilidad pendientes de resolver (Ucrania, Oriente Medio, evolución guerra comercial, rivalidad EEUU - China, etc.)
- ▶ Con todo y siempre que los riesgos de cola lo permitan esperamos rentabilidades positivas en renta variable en los entornos de un dígito alto / dos dígitos bajos según geografías.



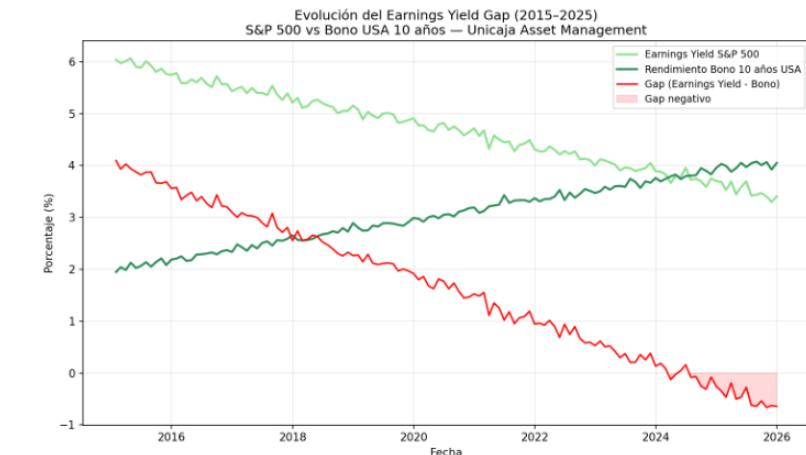
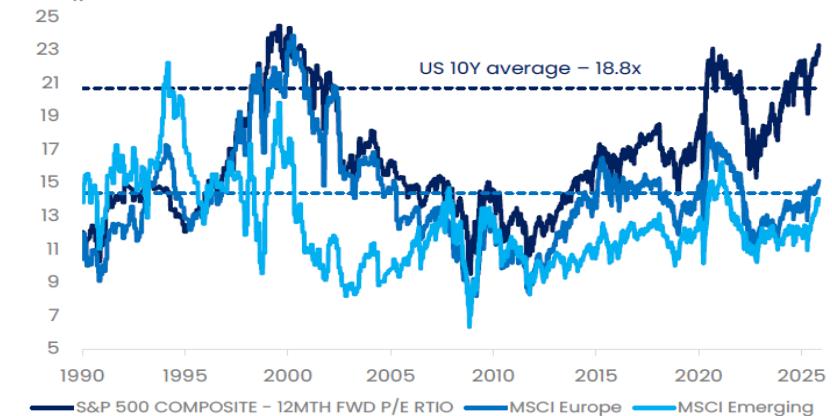
Renta Variable



Margen para seguir subiendo, pero con importantes cuestiones a vigilar.

1 Valoraciones elevadas

- ▶ Las valoraciones que ya eran elevadas a finales del pasado lo son aun más, especialmente en aquellas geografías en las que el crecimiento de beneficios no ha cumplido las expectativas y no ha sido acorde con el incremento de las cotizaciones. El MSCI World cotiza en torno a 20 veces beneficios a 12m, un 30% por encima de la media de los últimos 20 años gracias fundamentalmente al comportamiento de la tecnología cuyo peso supone cerca del 30% del índice frente al 11% de hace 10 años-
- ▶ Por su parte el S&P500 cotiza en torno a 23 veces beneficios 12m cerca de máximos históricos, pero no muy alejado de los niveles de cierre del pasado año gracias a la buena evolución de los beneficios. Por su parte, aunque la tecnología (Nasdaq) cotiza bastante por debajo en términos de múltiplos que en la época de las ".com", un múltiplo de 30 veces no parece dejar mucho margen. En otras geografías la situación es más favorable, aunque Europa que partía de valoraciones atractivas hace un año ha vivido un fuerte rerating que ha llevado el múltiplo a la zona de 16 veces cerca de un 10% por encima de la media histórica. Lo mismo ha ocurrido en China donde las fuertes subidas de este año han cerrado parcialmente el descuento que tenía.
- ▶ El gap entre la rentabilidad por beneficios del equity y la rentabilidad de los bonos que era muy elevado se ha vuelto negativo en el S&P500 aunque en Europa sigue siendo positivo.
- ▶ La historia demuestra que las valoraciones elevadas por si solas rara vez provocan el final de un rally bursátil y menos aun un gran shell off.



Renta Variable

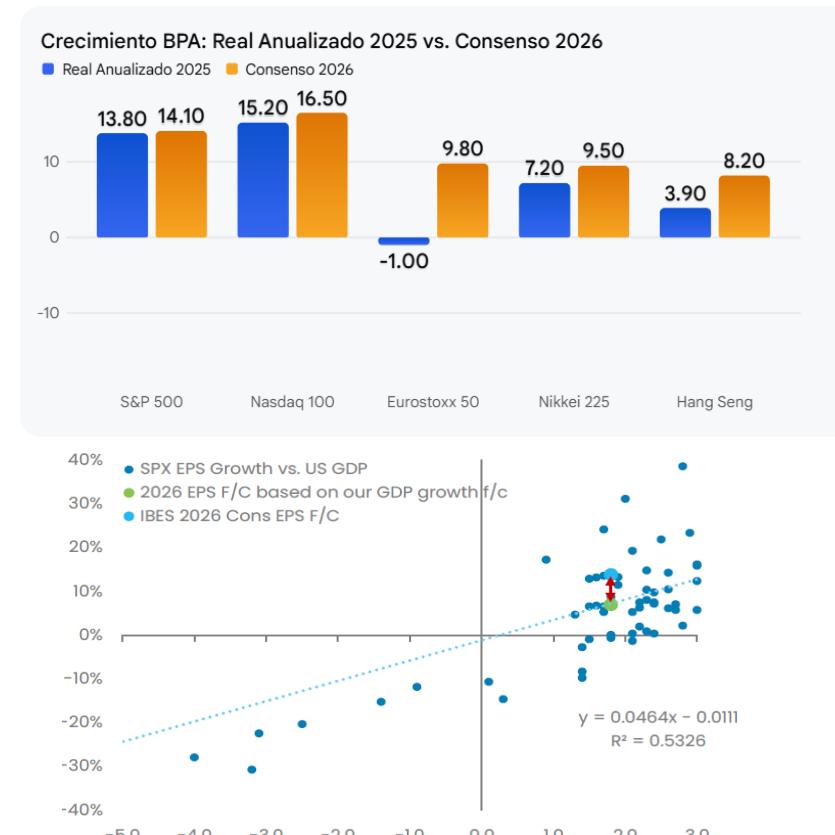


Espacio para subidas adicionales, pero con importantes riesgos de cola a vigilar.

2

El crecimiento de beneficios seguirá siendo el gran motor y el incremento de productividad la clave

- Para que los mercados sigan manteniendo el tono es fundamental que los beneficios sigan creciendo para lo cual será necesario un fuerte incrementos de productividad de la mano de la IA.



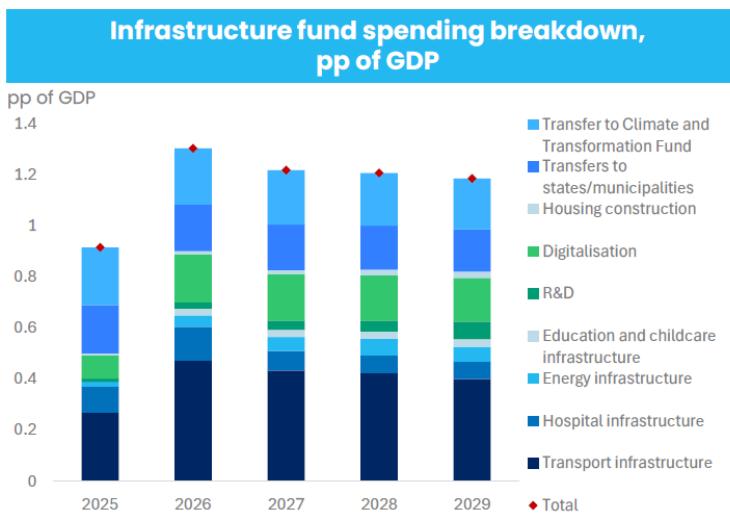
- En EE.UU donde históricamente los beneficios reales se han ajustado o han superado las expectativas cada año, se enfrenta a un gran reto. El objetivo de beneficios no parece compatible con las expectativas de crecimiento del PIB actuales. Hará falta un salto de productividad notable de niveles del 1,4% a niveles del 2,5% (dividendo tecnológico) derivado de la progresiva adopción de la IA para llevar el PIB nominal a zonas más cercanas al 6/7% y conseguirlo parece muy poco probable el próximo año.
- En Europa sin embargo vemos un salto muy notable en las expectativas apoyadas en el gasto fiscal, despliegue del Fondo alemán y fondo de defensa europeo.
- Tanto en Japón como en China también se espera un salto en términos de beneficios relevante.

Renta Variable

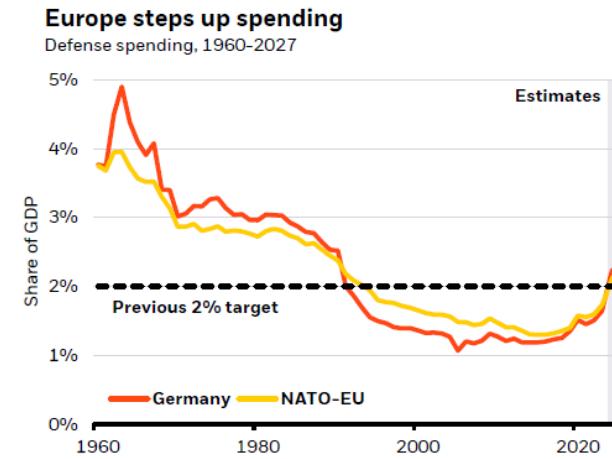


Espacio para subidas adicionales, pero con importantes riesgos de cola a vigilar.

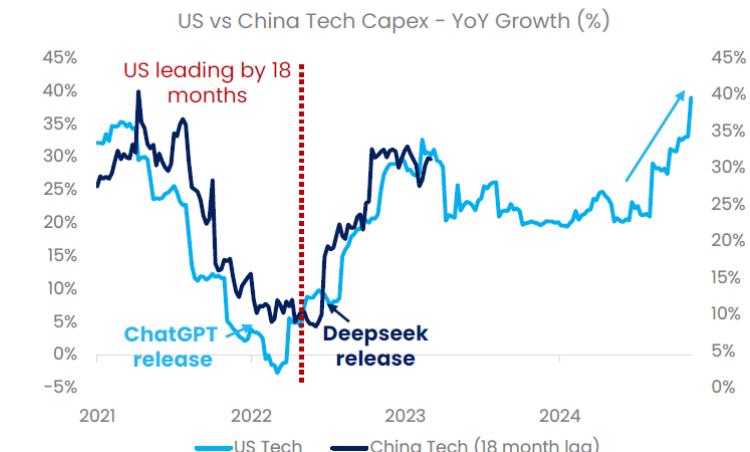
- ▶ Aunque los beneficios esperados para 2026 en EEUU nos parecen excesivos en una visión top down, teniendo en cuenta que se trata de un año electoral con fuertes medidas de gasto y desregulación previstas, que la FED previsiblemente seguirá apoyando pensamos que no deberíamos ver un mal ejercicio. El riesgo sigue estando en la tecnología que deberá demostrar ser capaz de seguir creciendo exponencialmente.
- ▶ Por su parte en Europa previsiblemente veremos los beneficios que no hemos visto el pasado año en el que las subidas bursátiles han estado prácticamente respaldadas en su totalidad en expansión de múltiplos, gracias al gasto en defensa y en mayor medida al efecto multiplicador del fondo alemán de infraestructuras.
- ▶ Las medidas anunciadas en el reciente plan quinquenal y concretamente los desarrollos de la tecnología y la IA en China deberían generar un salto importante en los beneficios de 2026.



Source: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg, UBS ©All rights reserved



Source: BlackRock



Source: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg, UBS ©All rights reserved

Renta Variable



Espacio para subidas adicionales, pero con importantes riesgos de cola a vigilar.

3

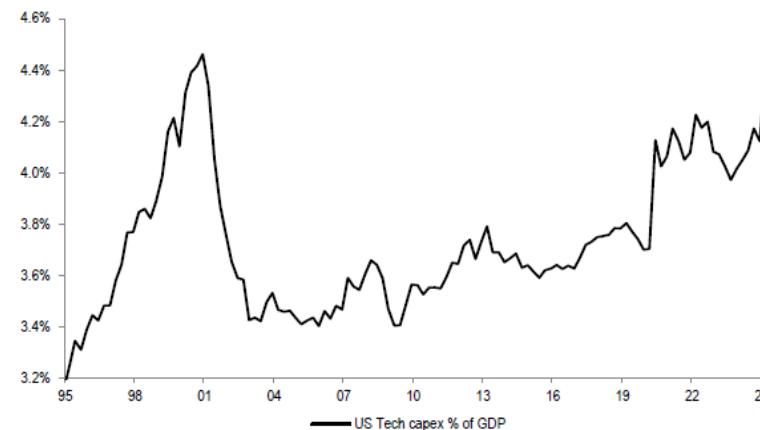
Aumentar la diversificación geográfica y sectorial

- ▶ Aunque no pensamos que el excepcionalísimo de **EE.UU.** del que ha disfrutado históricamente, haya llegado a su fin como se ha sugerido en determinados momentos del pasado ejercicio, las elevadas valoraciones, la fuerte concentración sectorial y la enorme dependencia de la tecnología para sustentar el crecimiento y los beneficios creemos que invitan a diversificar en otras geografías.
- ▶ La proporción del retorno en el S&P500 que se explica por un único factor se ha disparado desde 2014 y ese factor es la tecnología.
- ▶ Aunque seguimos viendo clara la tracción de la IA y la apuesta estructural por tecnología, los múltiplos actuales y las dudas sobre la financiación del crecimiento invitan a ser selectivos y algo más prudentes.

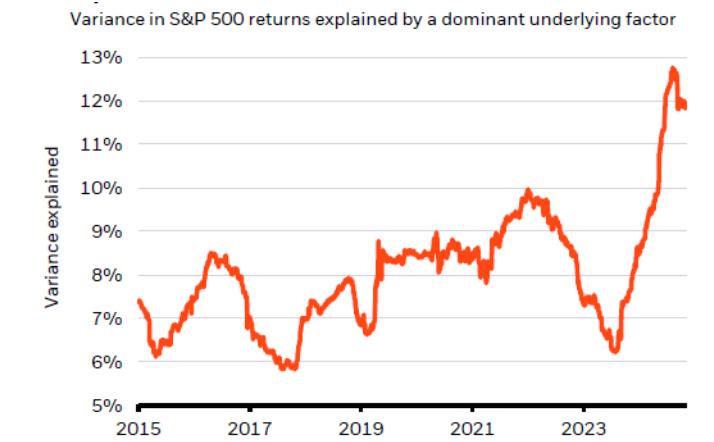
Evolución peso del Top10 y el Top 11-50 en el S&P500



% Peso en el PIB del CAPEX de las tecnológicas



%retorno del S&P500 explicado por un solo factor

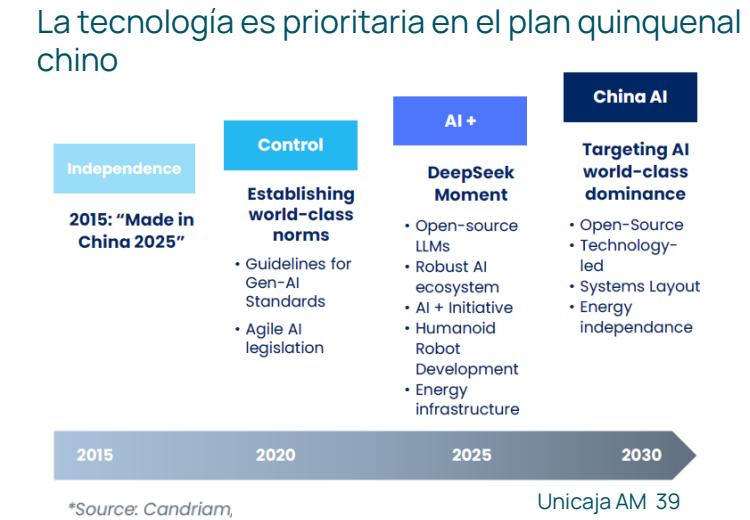
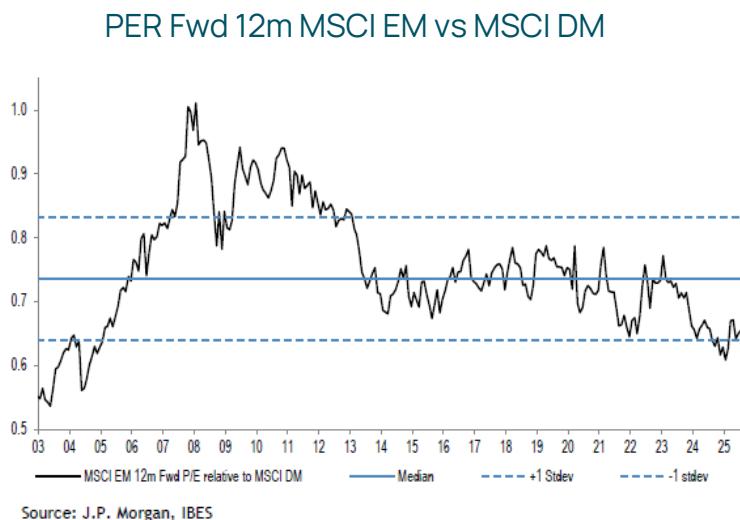


Renta Variable



Espacio para subidas adicionales, pero con importantes riesgos de cola a vigilar.

- ▶ **Europa:** sigue representando una excelente oportunidad para diversificar. Valoraciones aun atractivas a pesar de la expansión de múltiplos en 2025, buenas perspectivas de beneficios en un entorno económico más favorable por el gasto fiscal y menor riesgo de concentración con mayor presencia de compañías medianas y pequeñas en los índices.
- ▶ **China:** Aunque la percepción de inseguridad jurídica y regulatoria sigue retrayendo la entrada de fuertes flujos y aun hay importantes ineficiencias que resolver en torno al mercado inmobiliario, creemos que las aun atractivas valoraciones (9-10X PER) y la fuerte apuesta por hacer un "catch up" tecnológico con EE.UU. y reactivar su demanda interna mejoran su atractivo. Cualquier sorpresa positiva en el crecimiento económico podría provocar una fuerte expansión de múltiplos.
- ▶ **Emergentes:** Condiciones económicas y entorno de tipos favorables, debilidad del dólar que seguirá proporcionando alivio financiero y seguirá empujando flujos hacia emergentes y valoraciones atractivas. Por otra parte, los mercados emergentes suponen una vía de exposición más diversificada y barata a la cadena de valor de la inteligencia artificial, la tecnología y la transición energética gracias a su fuerte posicionamiento en MMPP necesarias para su desarrollo, fabricación de chips y componentes, etc.
- ▶ **Japón:** Un PIB nominal fuerte, reformas previstas del gusto del mercado y fuertes inversiones deberían potenciar márgenes y beneficios.



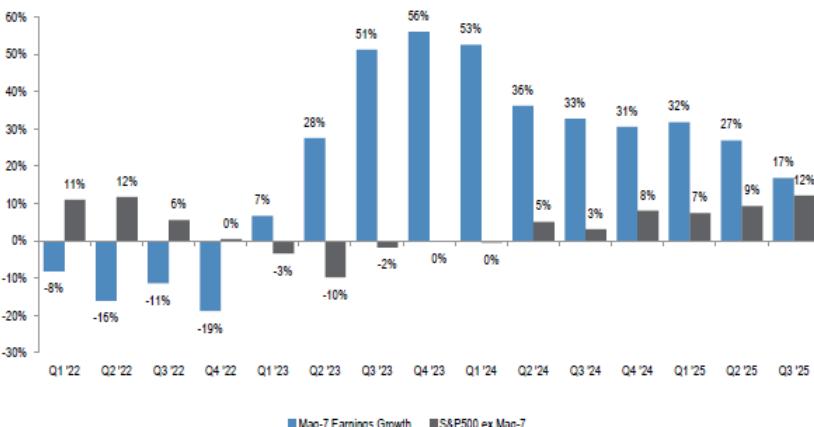
Renta Variable



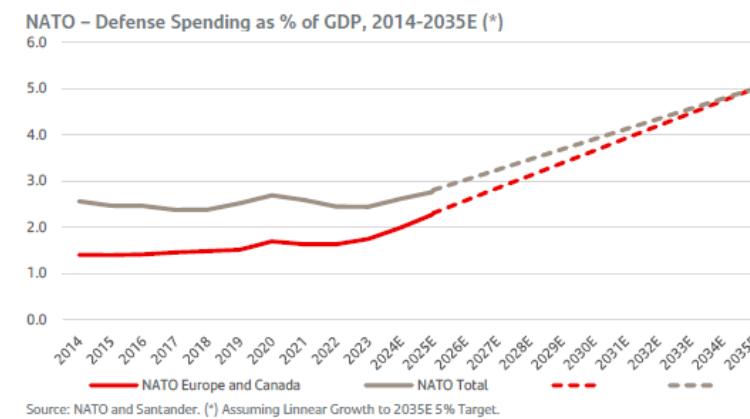
Espacio para subidas adicionales, pero con importantes riesgos de cola a vigilar.

- ▶ Incrementar la diversificación sectorial. Buscando una aproximación más “blend” en EE.UU. rebajando tácticamente la exposición pura a tecnología e IA en favor de sectores que se han quedado más atrás en valoración, pero cuyos resultados se verán positivamente impactados por el ciclo de inversión y las ganancias de productividad derivadas de mayor adopción de la IA. Infraestructura y electrificación, materiales, construcción y energía o biotecnología. También empiezan a parecer interesantes algunos de los sectores mas impactados por la guerra comercial que parten de valoraciones más atractivas como salud y farma.
- ▶ En Europa nos decantamos por sectores beneficiados por el destino del gasto fiscal como principal motor del crecimiento y algunas de las nuevas temáticas estructurales surgidas en los últimos meses en torno a la soberanía europea. Defensa y ciberseguridad, infraestructuras eléctricas y de transporte, utilities, construcción, ingeniería e industria o recursos básicos y materiales. Algunos sectores penalizados como farma ofrecen atractivo de forma selectiva y creemos que en un entorno de tipos estable en el que no es descartable del todo una posible bajada los financieros deberían seguir teniendo un buen comportamiento. No somos tan positivos en cíclicos más ligados a consumo como Autos o lujo a pesar del atractivo de valoración, ya que seguirán muy presionados por la pinza comercial entre EEUU y China.
- ▶ Poitivos en small/mid caps europeas, y globalmente defensivos frente a cíclicos puros y sesgados hacia growth frente a value.

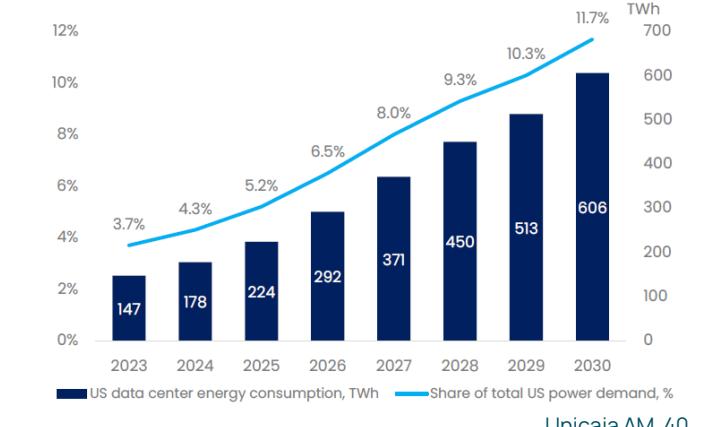
Crecimiento de beneficios Mag7 vs S&P500 ex Mag7



Evolución gasto en defensa: camino del 5% del PIB



Consumo de energía por Data Centers



A considerar...



Dólar débil, pero no mucho más débil.

- El previsible recorte de tipos por parte de la FED, los elevados niveles del déficit fiscal y por cuenta corriente, la desconfianza política hacia EEUU y la reciente incertidumbre entorno a la IA son fuertes argumentos para esperar debilidad en el dólar en los próximos meses, aunque tras la depreciación en 2025 no vemos un recorrido adicional excesivo, al menos frente al Euro. Al fin y al cabo, a EE.UU le conviene mantener su divisa débil.

Positivos en metales preciosos **Oro y plata**.

- El oro sigue generando una fuerte demanda por parte de bancos centrales de China y otros BRICS+ como elemento de cobertura a las políticas de Trump y sus posibles sanciones, la debilidad del dólar y como forma de evitar el riesgo de “debasement” creando reserva de valor frente a las divisas Fiat. Por su parte la plata está viendo incrementada su demanda notablemente al formar parte necesaria en la infraestructura de la IA por sus cualidades conductoras

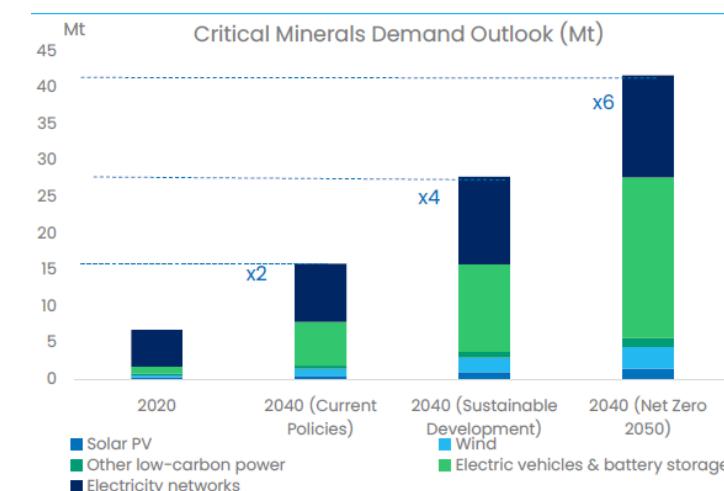
Positivos en **metales industriales, tierras raras y MMPP** en general

- Fuerte y creciente demanda de cobre y aluminio por los desarrollos de la IA y las inversiones de nuevas infraestructuras eléctricas (Centros de datos, Chips, Redes eléctricas, coche eléctrico, etc.) en un mundo de subinversión crónica con gran escasez de oferta.

Evolución precio del oro vs reservas de oro de china



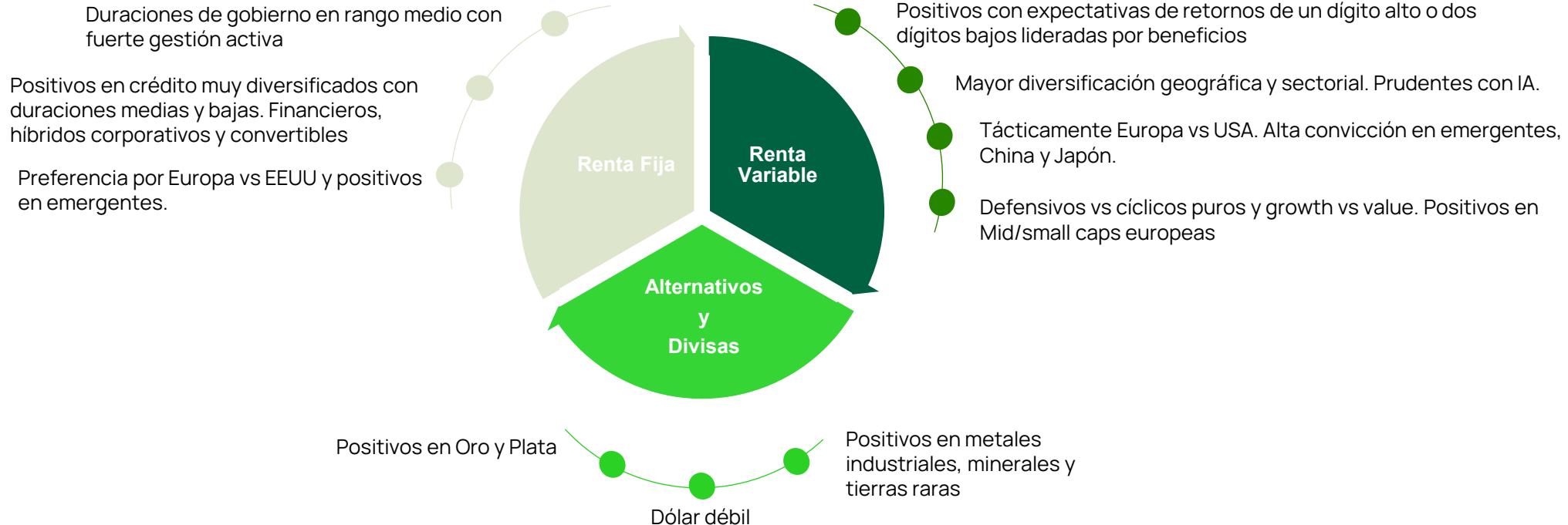
Evolución demanda prevista de minerales y metales



Resumen de posicionamiento y riesgos para el escenario



Escenario 2026



Riesgos...

- ▶ Credibilidad de la FED
- ▶ Inflación persistente
- ▶ Inestabilidad política
- ▶ Fragmentación geopolítica: mundo en dos bloques
- ▶ Confianza en la capacidad de endeudamiento de los estados
- ▶ Sostenibilidad del ciclo de inversiones de la IA

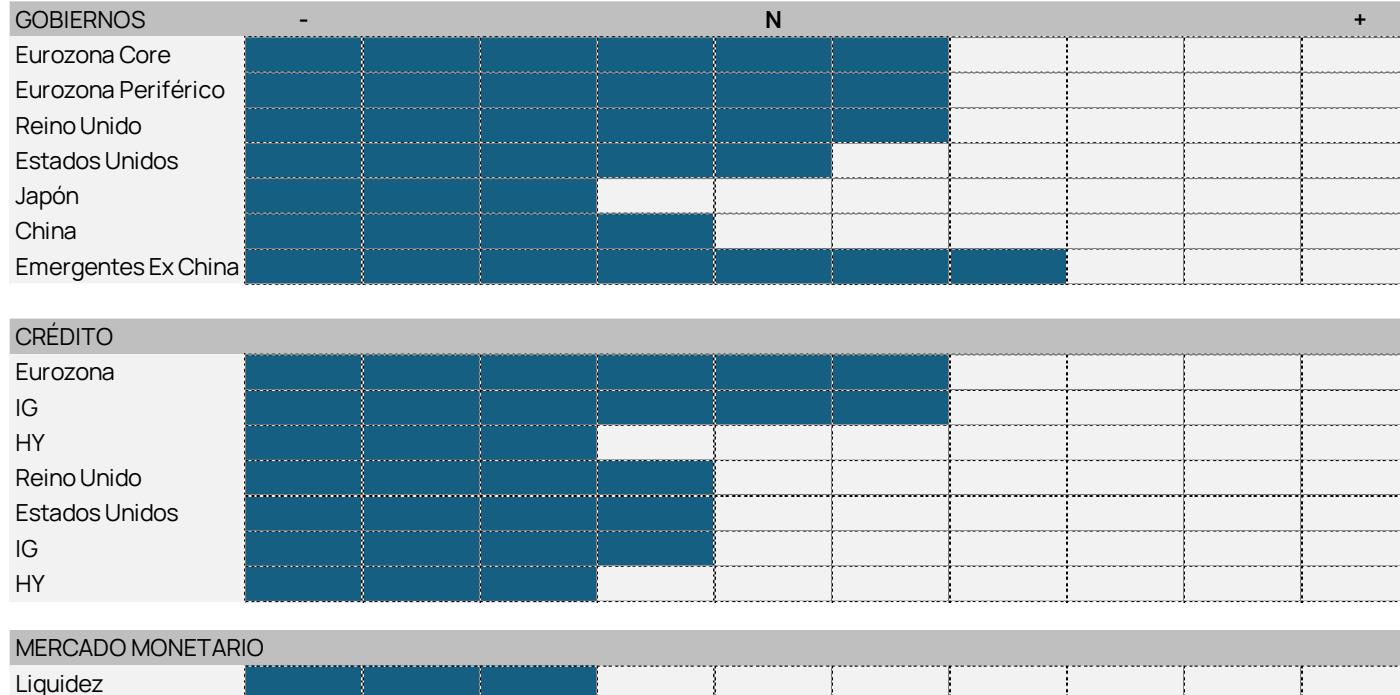
04.

Posicionamiento Estratégico

Posicionamiento Estratégico: Renta Fija



Grado de Convicción



Perfil de Duración

Esperamos un año de “carry trade” en el que habrá que hacer una gestión activa de la duración en un entorno donde previsiblemente, especialmente en EEUU, veremos algo de incremento en las pendientes.

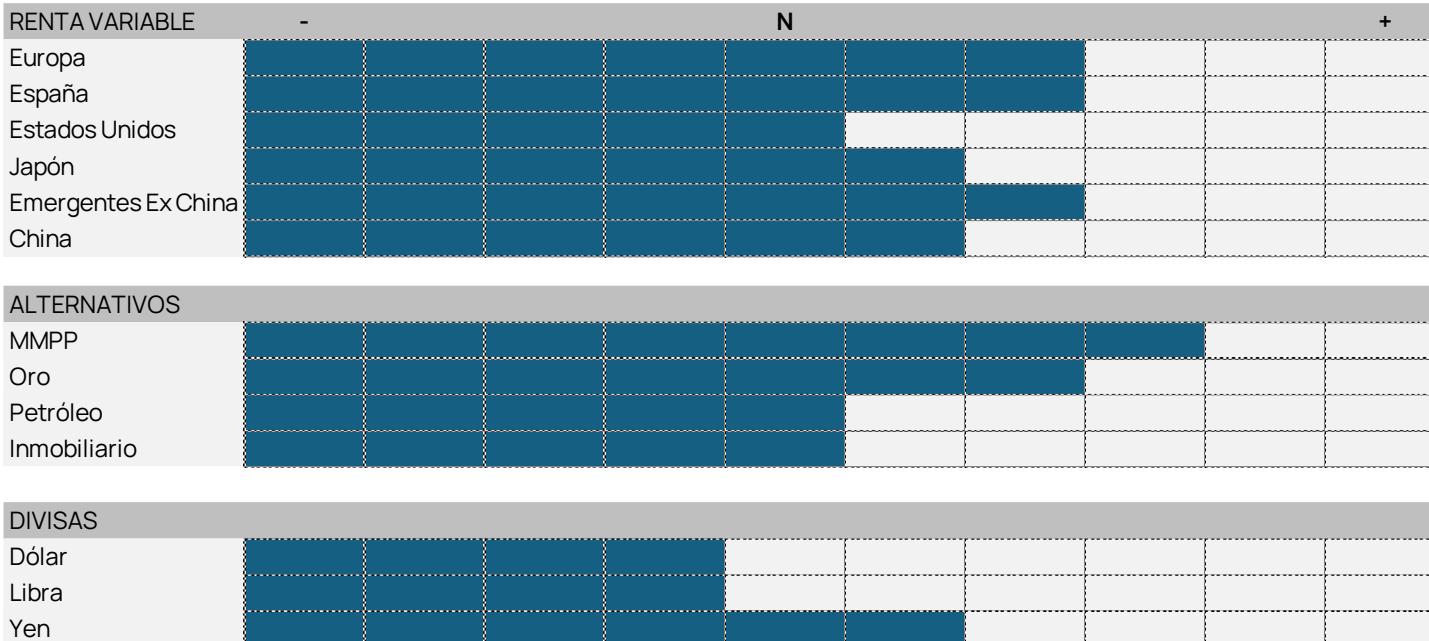
Diversificados, selectivos pero constructivos en crédito con preferencia por grado de inversión en Europa y más prudentes en EEUU donde las dudas acerca de la financiación del ciclo de Capex de la IA podrían seguir generando ruido.

Sobre ponderados en renta fija emergente

Posicionamiento Estratégico: Renta Variable, Alternativos y Divisas



Grado de Convicción



Perfil de riesgo

Seguimos constructivos en renta variable a pesar de las subidas acumuladas, aunque hay importantes riesgos en el escenario a vigilar. Un entorno económico resiliente, con políticas monetarias acomodaticias y medidas fiscales expansivas sigue siendo favorable para las bolsas, lo que unido a la gran cantidad de liquidez en el sistema sigue dejando margen para subidas adicionales. Las elevadas valoraciones en EE.UU, el incremento adicional en la concentración de los índices en el último año y las dudas acerca de la IA nos hacen tácticamente mantener un posicionamiento más favorable hacia renta variable europea donde esperamos un salto cuantitativo en el crecimiento de beneficios impulsados por el gasto en infraestructuras y defensa. Positivos en China, mercados emergentes y Japón.

Alta convicción en MMPP ligadas al ciclo de valor de las principales tendencias estructurales: IA, desarrollo tecnológico, electrificación, etc

Positivos en Oro, dólar débil

Disclaimer



Esta presentación (la Presentación) ha sido preparada por Unicaja Asset Management. (la Sociedad Gestora Unicaja) a efectos meramente informativos.

El receptor de esta información deberá realizar su propio análisis de la Sociedad. La información facilitada en esta presentación no puede ser valorada ni considerada en sustitución del propio ejercicio de valoración independiente que el receptor de esta información pueda llevar a cabo en relación con las operaciones, situación financiera y perspectivas de la Sociedad. La información que contiene esta Presentación no pretende ser completa o contener toda la información que un posible comprador de valores de la Sociedad podría desear o requerir a la hora de decidir si adquiere o no dichos valores, y, salvo indicación expresa en contrario, no ha sido verificada por la Sociedad o ninguna otra persona.

La información contenida en esta Presentación puede ser objeto de modificación en cualquier momento sin previo aviso y no debe confiarse en ella a ningún efecto. Ni la Sociedad ni ninguna de sus filiales, asesores o agentes manifiestan o garantizan, expresa o tácitamente, la ecuanimidad, exactitud, exhaustividad y corrección de cualquier información contenida en este documento, ni, en consecuencia, debe darse por sentada. Ni Unicaja Asset Management, ni ninguna de sus filiales, asesores o agentes asumen responsabilidad alguna con base en el presente documento, sobre la información contenida o referida en el mismo, así como de los posibles errores u omisiones. Ni la Sociedad, ni ninguna de sus filiales, asesores o agentes asumen obligación alguna de proporcionar a los receptores de esta Presentación acceso a información adicional o actualizar el presente documento o a subsanar imprecisiones de la información contenida o referida en la Presentación.

Unicaja Asset Management advierte de que esta Presentación puede contener manifestaciones sobre previsiones y estimaciones respecto del negocio, la situación financiera, las operaciones, la estrategia, los planes y los objetivos de Unicaja Asset Management y sus filiales. Si bien estas previsiones y estimaciones representan la opinión actual de Unicaja Asset Management sobre sus expectativas futuras de desarrollo de negocio, determinados riesgos, incertidumbres y otros factores relevantes podrían ocasionar que los resultados sean sustancialmente diferentes de lo esperado por Unicaja Asset Management y sus filiales. Estos factores incluyen, pero no se limitan a: (1) la situación del mercado, factores macroeconómicos, tendencias gubernamentales, políticas y regulatorias; (2) movimientos en los mercados bursátiles nacionales e internacionales, tipos de cambio y tipos de interés; (3) presiones competitivas; (4) desarrollos tecnológicos; y (5) cambios en la posición financiera o la solvencia de sus clientes, deudores y contrapartes.

Los datos del mercado y la posición competitiva incluidos en la Presentación se han obtenido generalmente de publicaciones sobre el sector y encuestas o estudios realizados por terceros. La información sobre otras entidades se ha tomado de informes publicados por dichas entidades. Existen limitaciones respecto a la disponibilidad, exactitud, exhaustividad y comparabilidad de dicha información. Unicaja Asset Management no ha verificado dicha información de forma independiente y no puede garantizar su exactitud y exhaustividad. Asimismo, ciertas manifestaciones incluidas en la Presentación sobre el mercado y la posición competitiva de Unicaja Asset Management se basan en análisis internos de Unicaja Banco, que conllevan determinadas asunciones y estimaciones. Estos análisis internos no han sido verificados por ninguna fuente independiente y no puede asegurarse que dichas estimaciones o asunciones sean correctas. En consecuencia, no se debe depositar una confianza indebida en los datos sobre el sector, el mercado o la posición competitiva de Unicaja Asset Management contenidos en esta Presentación.

Visión de mercados 2026

Diciembre 2025

Departamento de Inversiones – Unicaja AM