

CONSILIO



MEJOR EAF DEL AÑO
Consilio EAF

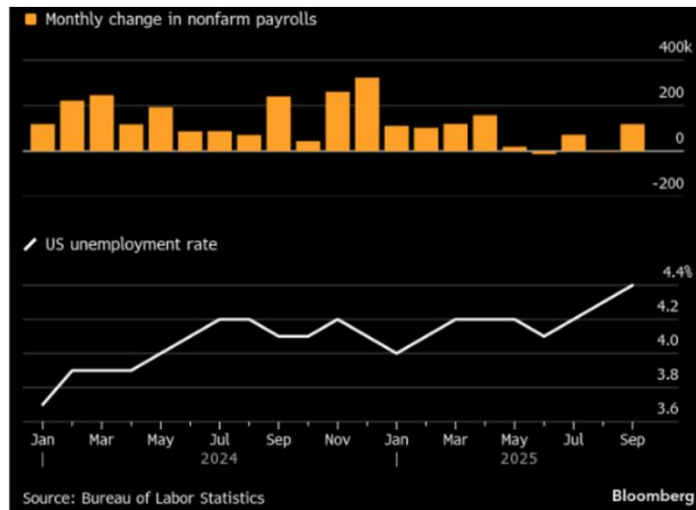


ESTRATEGIA DICIEMBRE, 2025

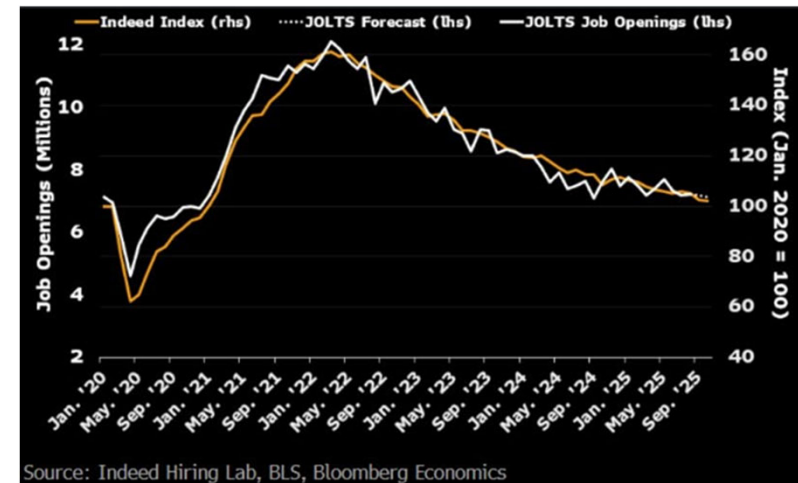


CONSILIO
ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES **EAF**

Variación mensual en empleos no agrícolas y tasa de desempleo en EE.UU.

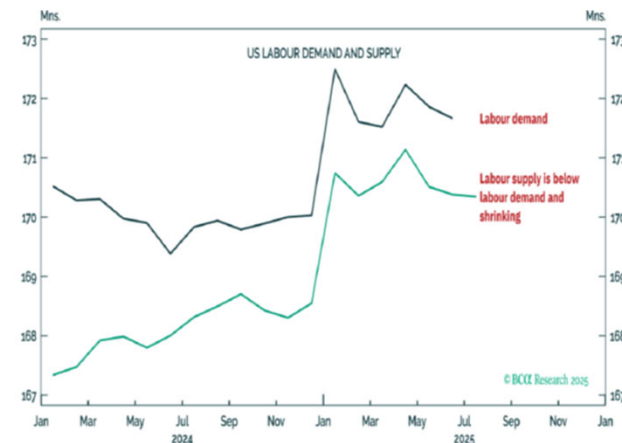


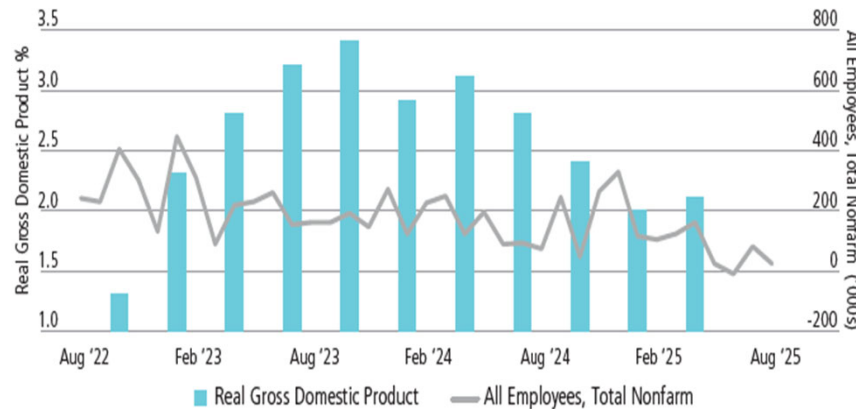
Demanda de empleos y puestos vacantes pendientes de cubrir por las empresas



- ✓ En septiembre los **empleos no agrícolas** registraron un incremento tras la caída registrada en agosto. Por su parte, la **tasa de paro** se sitúa en el nivel más elevado desde finales de 2021 (gráf sup izq)
- ✓ La **demanda de empleo** continúa deteriorándose y los **puestos vacantes** que las empresas desean cubrir (JOLTS) también se ralentizan (gráf sup der)
- ✓ Aún deteriorándose, la **demanda de empleo** es hoy en EE.UU. superior a la **oferta**, en buena medida porque ésta última sigue reduciéndose a consecuencia de la política migratoria (gráf inf der)

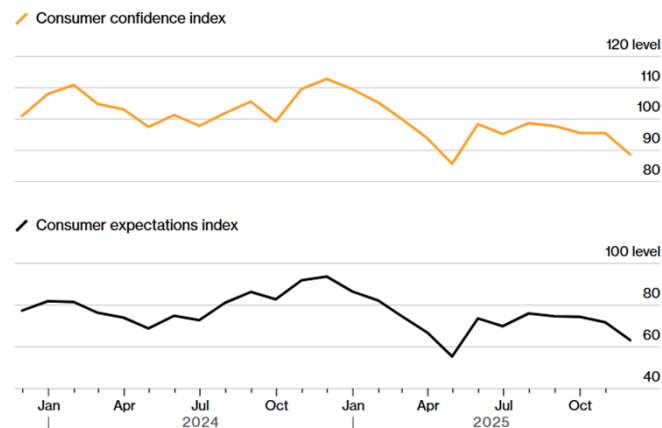
Demanda y oferta de empleo (en millones de puestos de trabajo; oferta de empleo= fuerza laboral; demanda de empleo= trabajos existentes + nuevos empleos creados + puestos vacantes)



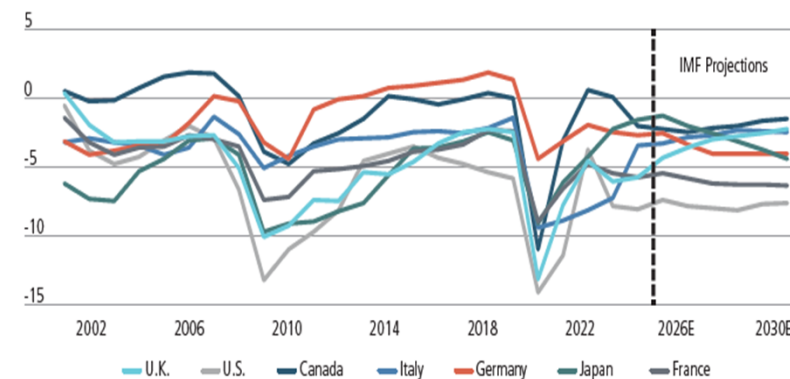
Crecimiento del PIB real (interanual) vs crecimiento de empleos no agrícolas (interanual)


Source: Top chart: Bloomberg, IMF, Macrobond and Neuberger, 2025. Bottom chart: U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Bank of St. Louis. Data as of October 2025.

- ✓ La **inversión relacionada con Inteligencia Artificial –“IA”** (infraestructura digital, energía y redes eléctricas) está suponiendo un impulso clave dentro del crecimiento de la economía americana que además le está proporcionando ganancias de productividad. La gran duda por despejar es si las ganancias en la productividad conllevarán también crecimientos en el empleo a medio plazo que compensen las pérdidas de empleo a corto plazo en los sectores ligados directamente a la “IA” (gráf sup izq)
- ✓ La **confianza del consumidor americano** cayó más de lo esperado en noviembre con tenues perspectivas sobre ingresos, empleo y la economía en general (gráf inf izq)
- ✓ Las **expectativas de expansión fiscal adicional** representan un potencial impulso para el crecimiento económico futuro (graf inf der)

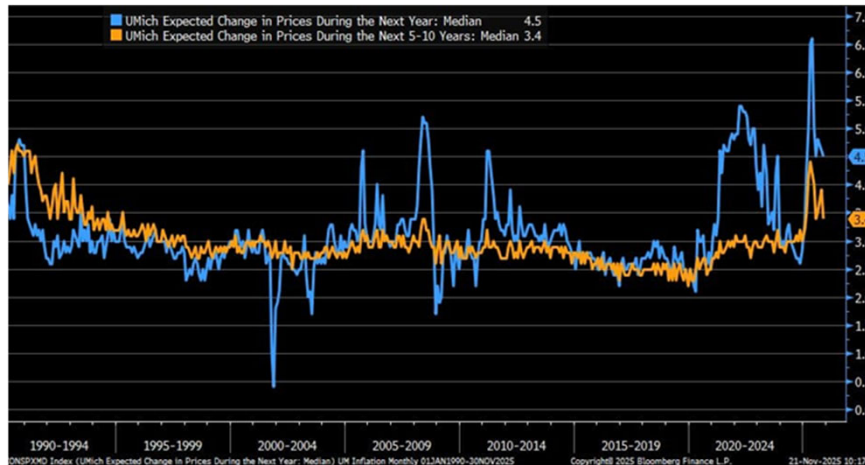
Confianza del Consumidor en Noviembre y expectativas del consumidor


Source: The Conference Board

Financiación neta actual y proyectada del gasto del Gobierno (en % sobre PIB)


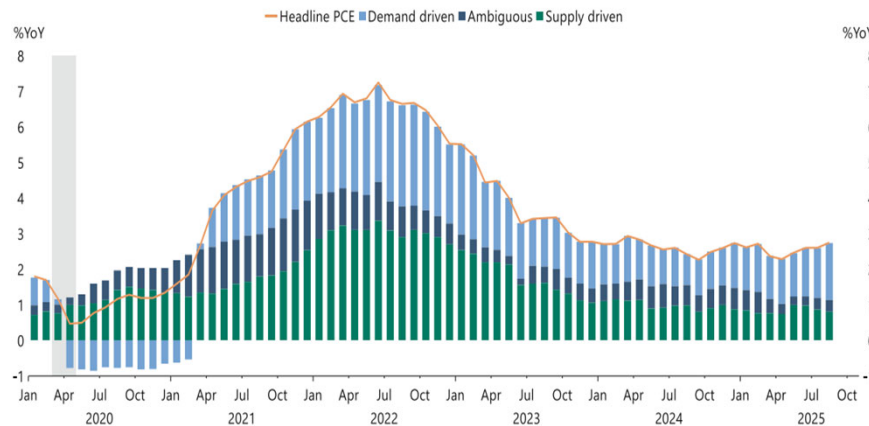
Source: Top chart: Bloomberg, IMF, Macrobond and Neuberger, 2025

Expectativas de inflación de los consumidores a 1 año y a 5-10 años



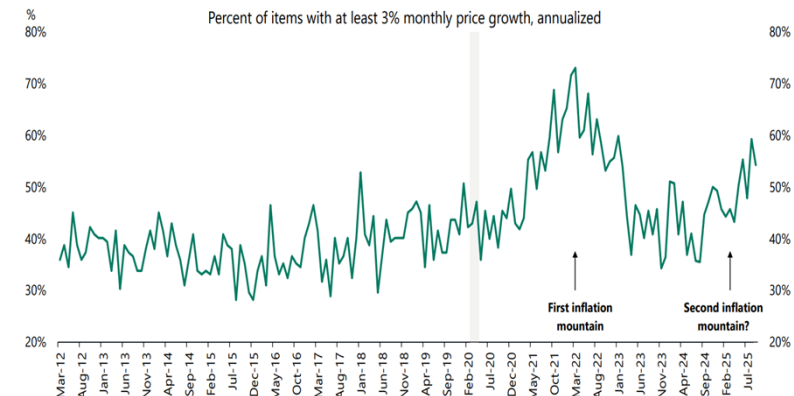
- ✓ Las **expectativas de inflación a 1 año de los consumidores americanos** se revisaron a la baja en noviembre hasta 4,5% desde 4,7% de partida. Las **expectativas a 5-10 años** también se revisaron a la baja hasta 3,4% desde 3,6% inicial (gráf sup izq)
- ✓ La mayor parte de la inflación se debe a la **presión de la demanda**. Esto supone una contraindicación para nuevas bajadas en las tasas de interés ya que tipos más laxos incentivarían aumentos en la demanda, a diferencia de lo que ocurre cuando la inflación se debe a un shock de oferta (gráf inf izq)
- ✓ En EE.UU., el **55% de los componentes de la cesta de la compra** con la que se mide el IPC están registrando subidas de, al menos, un 3%, lo que también dificulta que en diciembre la Fed baje tipos (graf inf der)

Factores determinantes de la inflación en EE.UU.



Sources: Federal Reserve Bank of San Francisco, US Bureau of Economic Analysis (BEA), Macrobond, Apollo Chief Economist

Componentes de la cesta de la compra que han registrado una subida de al menos el 3% (intermensual, anualizado)

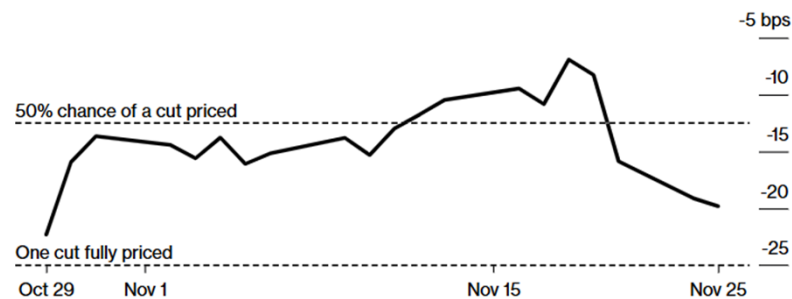


Sources: BLS, Apollo Chief Economist

FIXED INCOME	%1M	%12M	%YTD
GLOBAL INVEST GRADE CORP BONDS	0,5%	7,8%	10,00%
GLOBAL HIGH YIELD CORP BONDS	0,5%	9,0%	9,69%
BARCLAYS WORLD GOVT INFLATION LINKED BONDS	0,1%	4,9%	5,71%
MARKIT IBOXX USD TREASURIES TOTAL RETURN	0,6%	4,9%	6,70%
US GOVT BONDS 1-3 YR	0,5%	5,1%	4,82%
US GOVT BONDS 1-10 YR	0,7%	5,9%	6,47%
US GOVT BONDS > 10 YR	0,4%	1,7%	7,45%
US CORPORATES TOTAL RETURN	0,7%	5,9%	7,99%
US HIGH YIELD CORPORATES	0,6%	7,5%	8,01%
EURO GOVT BONDS	0,0%	-0,2%	1,19%
EURO GOVT BONDS 1-3 YR	0,1%	2,3%	2,25%
EURO GOVT BONDS 1-10 YR	0,1%	1,9%	2,57%
EURO GOVT BONDS > 10 YR	-0,3%	-5,6%	-2,34%
EURO INVEST GRADE CORP BONDS	-0,2%	2,8%	3,23%
EURO HIGH YIELD CORP BONDS	0,1%	5,6%	4,88%
SPAIN GOVT BONDS 1-10 YR	0,1%	2,1%	2,73%
SPAIN GOVT BONDS > 10 YR	0,0%	-2,8%	0,32%
EMERGING MARKETS GOVT BONDS	0,2%	9,2%	10,36%

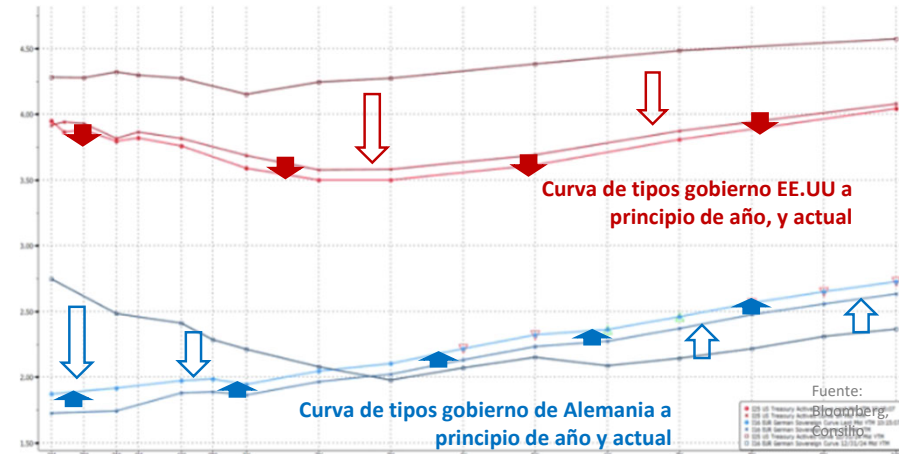
Fuente: Bloomberg, Consilio

Tras un volátil mes de noviembre, las expectativas de un recorte de tipos en la reunión de la Fed de Diciembre ganan adeptos, con una probabilidad hoy del **90%** de que finalmente los tipos se rebajen en 0,25. La debilidad de los datos de **empleo** y la caída en la **confianza del consumidor** han propiciado este cambio de expectativas a finales de noviembre

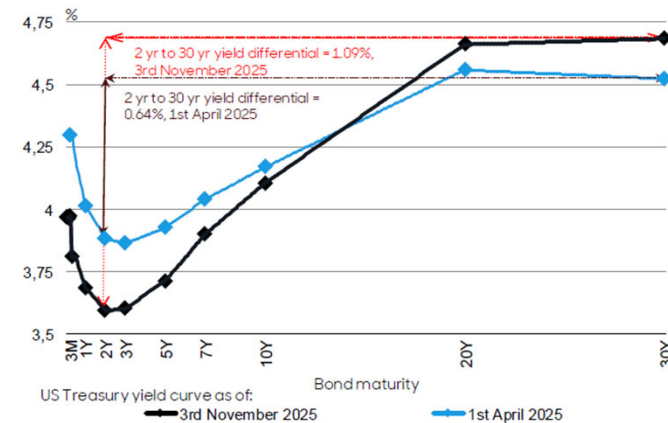


Source: Bloomberg

En el año, los **tipos americanos** se han desplazado a la **baja**, mientras que los **europeos** lo han hecho **al alza** en los **plazos largos** y a la **baja** en los **cortos**. En el **mes**, caen las **yields americanas** y repuntan las **europeas**



Niveles de deuda más elevados, volatilidad en la **inflación** y **preocupación** sobre la **insostenibilidad** de las **finanzas públicas** han impulsado la **prima de plazo** al alza con repuntes en las **yields** de la parte más larga de la **curva americana**



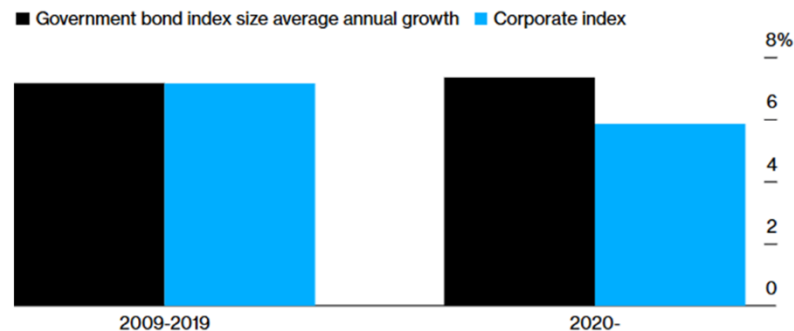
Source: Aberdeen, Bloomberg, November 2025. For illustrative purposes only.

Prima de plazo en EE.UU. y su media de los últimos 20 años



Source: Bloomberg, October 2025. Estimated daily Adrian, Crump and Moench (ACM) term premium on U.S. Treasuries vs. its 20-year average.

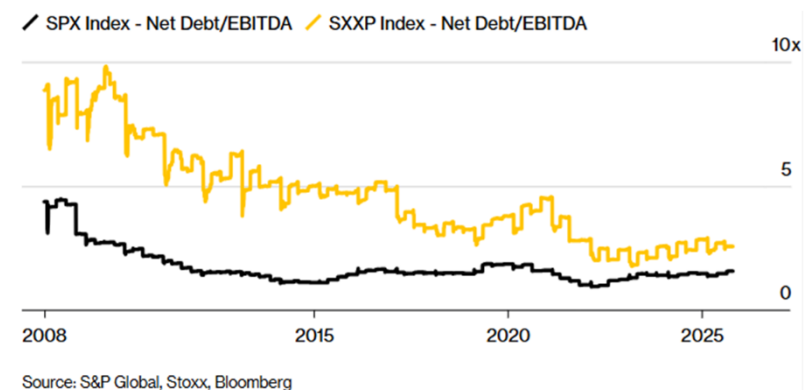
Oferta neta de emisiones de bonos de gobiernos y de corporates (crecimiento anual medio)



Source: Bloomberg
Note: Global Aggregate Treasuries and Global Aggregate Corporate indexes, average annual change in index outstanding amount

- ✓ La **prima de plazo**, tras una subida significativa en 2025, se estabiliza en el entorno de su media de 20 años. No obstante, no son descartables nuevos episodios de ampliación dado el actual volumen de deuda gubernamental (gráf sup izq)
- ✓ El **crecimiento medio de la oferta de bonos de gobierno** ha superado desde la pandemia al de las **emisiones de bonos corporativos**, lo que supone un cambio respecto a la década precedente e implica menor presión sobre los diferenciales de crédito de los bonos corporativos que podrían seguir manteniéndose en los actuales ajustados niveles (gráf inf izq)
- ✓ El **apalancamiento de los emisores de elevada calificación crediticia** blue chips se encuentra en niveles mínimos post-crisis. Por el contrario, los **gobiernos** se encuentran justo en la dinámica opuesta: el FMI espera que la deuda de las principales economías se sitúe en el **137% del PIB para 2030** (graf inf der)

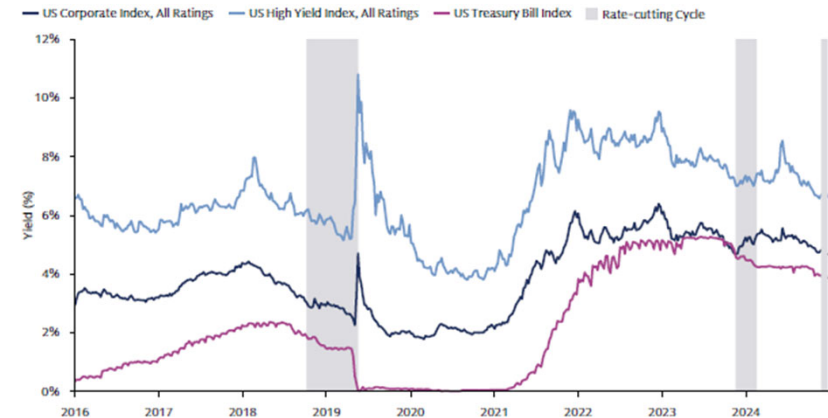
Apalancamiento de las compañías que cotizan en el S&P 5400 y en el Stoxx 600



Source: S&P Global, Stoxx, Bloomberg

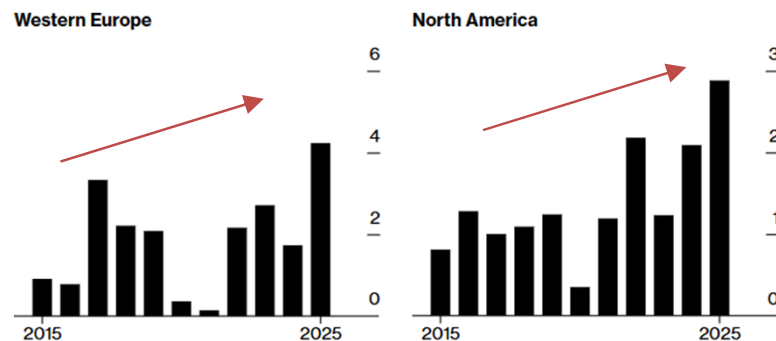
- ✓ La **reanudación del ciclo de bajadas en las tasas de interés** ha sido históricamente una fuente de atractivos retornos para el crédito por la caída en las *yields* que ha propiciado (gráf sup der)
- ✓ La **revisión de *rating* al alza** supera a las revisiones a la baja al mayor ritmo en 10 años (gráf inf izq)
- ✓ Un **99,9%** de los bonos de grado de inversión históricamente no han presentado *default* cada año frente a un **96%** de los bonos con calificación de *high yield* (graf inf der)

Yields de los sectores crediticios en EE.UU.



Source: Goldman Sachs Asset Management, Macrobond. As of October 20, 2025. Past performance does not guarantee future results, which may vary.

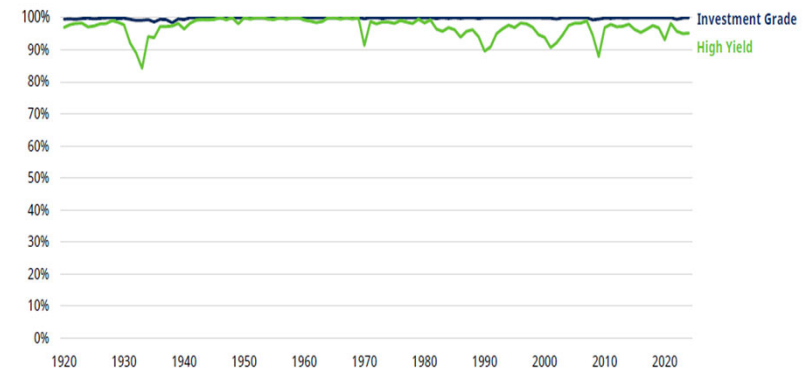
Variación en la calificación de las compañías de grado de inversión



Source: Bloomberg

Note: S&P Global rating actions; downgrades outnumber upgrades if the ratio is below 1

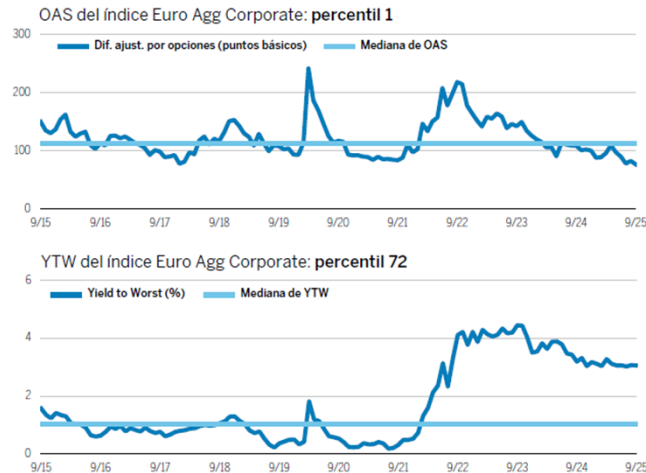
% del mercado que no presentó default cada año



Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated.

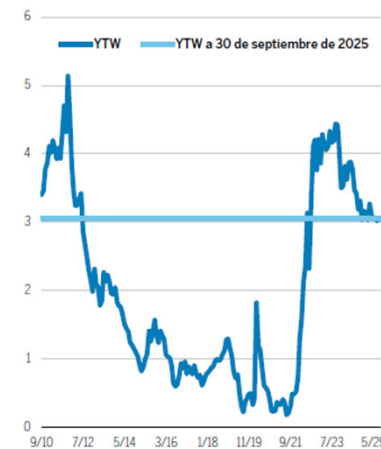
96% figure corresponds to the past four decades 1984-2024. This corresponds to the period when the high yield market became more established. Over the longer-term 1920-2024 period, an even higher average of 97% have not defaulted in any given year. Data to December 2024. Source: Moody's Investors Service, 2025 Annual default study |

Spread y Yield to Worst del índice Euro Aggregate Corporate



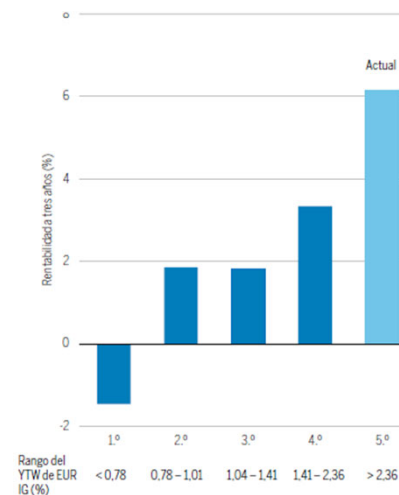
Fuentes: Bloomberg, ICE BofA. LA RENTABILIDAD HISTÓRICA NO ES INDICATIVA DE RENTABILIDADES FUTURAS. UNA INVERSIÓN PUEDE PERDER VALOR. Los gráficos representan el índice Bloomberg Euro-Aggregate Corporate Bond. Los datos muestran el diferencial ajustado por opciones (Option-Adjusted Spread, OAS) y el rendimiento más desfavorable (Yield to Worst, YTW). Datos del gráfico: 30 de septiembre de 2015-30 de septiembre de 2025.

Yield to Worst de EUR IG



Fuentes: Bloomberg, Wellington Management. Los gráficos reproducen el índice Bloomberg Euro-Aggregate Corporate Bond. Datos de los últimos 15 años, del 30 de septiembre de 2010 al 30 de septiembre de 2025. LA RENTABILIDAD HISTÓRICA NO ES INDICATIVA DE RENTABILIDADES FUTURAS. UNA INVERSIÓN PUEDE PERDER VALOR.

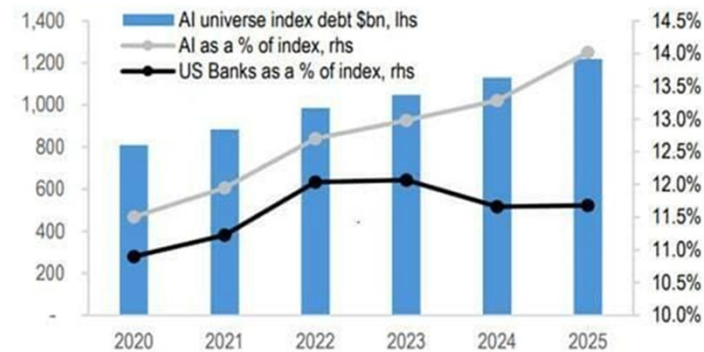
Rentabilidad media anual prevista de EUR IG (%) frente a los rendimientos iniciales



Fuentes: Bloomberg, Wellington Management. Los gráficos reproducen el índice Bloomberg Euro-Aggregate Corporate Bond. Datos de los últimos 15 años, del 30 de septiembre de 2010 al 30 de septiembre de 2025. LA RENTABILIDAD HISTÓRICA NO ES INDICATIVA DE RENTABILIDADES FUTURAS. UNA INVERSIÓN PUEDE PERDER VALOR.

- ✓ Aunque los diferenciales del segmento de grado de inversión son ajustados, los **rendimientos totales** continúan siendo atractivos. Los rendimientos históricamente elevados ofrecen un punto de entrada potencialmente interesante (gráf sup izq)
- ✓ Actualmente, la **Yield to Worst** de los bonos de grado de inversión europeos se encuentra en niveles cercanos al **3%** lo que representa un punto de partida atractivo en términos históricos (gráf sup der)
- ✓ Cuando históricamente la **Yield to Worst** de los bonos de grado de inversión europeos se ha situado en niveles como los actuales el retorno medio anualizado a 3 años ha sido atractivo con datos de los últimos 15 años (gráf inf der)

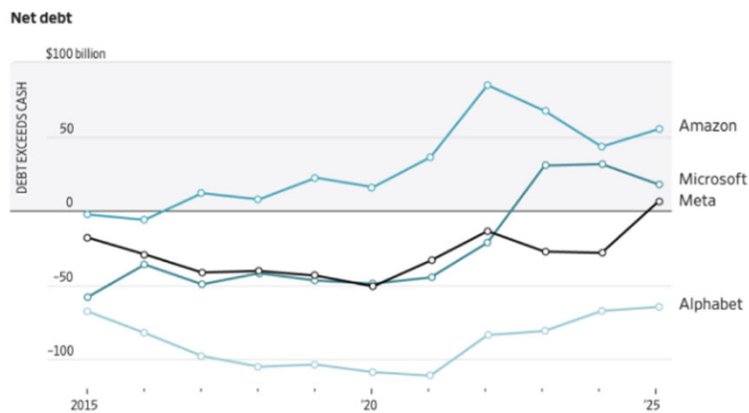
Deuda emitida por compañías relacionadas con Inteligencia Artificial (\$bn y % sobre el índice) y deuda de bancos americanos (% del índice)



Source: J.P. Morgan

- ✓ El mayor emisor hoy de deuda corporativa en EE.UU. son las compañías ligadas a Inteligencia Artificial (**hyperscalers** que ocupan y explotan los centros de datos). Han sobrepasado en cuota sobre el índice a los bancos como el mayor emisor de deuda (gráf sup izq)
- ✓ El nivel de emisión de deuda en 2025 por parte de los **hyperscalers** ha alcanzado una cifra sin precedente histórico: más de \$100bn lo que ha llevado a que **algunos hyperscalers** hayan pasado de ser compañías tenedoras de caja neta a tener deuda (gráf inf izq)
- ✓ En el caso de **Oracle** cuyo nivel de deuda se ha disparado, el mercado ha reaccionado con caídas en el precio de la acción y subida del CDS o seguro de impago sobre su deuda (graf inf der)

Deuda neta de los 4 principales hyperscalers



Note: All figures are as of year-end except 2025, which are the latest available.
Source: FactSet

Cotización y CDS de Oracle



Source: Bloomberg

Bloomberg

ACTIVOS: RENTA VARIABLE

EN EL MES, CAÍDA DEL NASDAQ Y GROWTH Y SUBIDAS EN VALUE

EQUITIES	%1M	%12M	%YTD
MSCI WORLD	-0,1%	15,2%	17,24%
MSCI WORLD VALUE	1,9%	9,6%	16,43%
MSCI WORLD GROWTH	-1,3%	21,0%	20,57%
S&P500	0,2%	15,0%	17,81%
DOW JONES INDUSTRIAL	0,5%	8,0%	13,88%
NASDAQ 100	-1,6%	22,4%	21,84%
RUSSELL 2000	1,0%	4,1%	13,47%
RUSSELL 1000 VALUE	2,7%	7,3%	15,13%
RUSSELL 1000 GROWTH	-1,9%	19,6%	18,66%
STOXX 600	1,0%	16,7%	17,27%
EUROSTOXX 50	0,2%	20,9%	18,55%
DAX 30	-0,5%	21,5%	19,73%
IBEX 35	2,6%	46,4%	46,69%
MSCI EUROPE VALUE	2,6%	21,5%	21,81%
MSCI EUROPE GROWTH	-1,1%	4,5%	5,33%
TOPIX	1,4%	26,0%	21,31%
SHANGAI SHENZEN CSI 300	-2,5%	15,6%	15,04%
MSCI EMERGING MARKETS	-2,4%	29,5%	29,69%
MSCI ASIA ex JAPAN	-2,8%	28,9%	28,76%
MSCI LATAM	6,1%	43,8%	53,16%
MSCI FRONTIER MARKETS	1,0%	40,4%	40,09%

Fuente: Bloomberg, Consilio

El coste de protección sobre las acciones de tecnología alcanzó a mediados de mes el mayor nivel desde **septiembre de 2024**



Source: Bloomberg

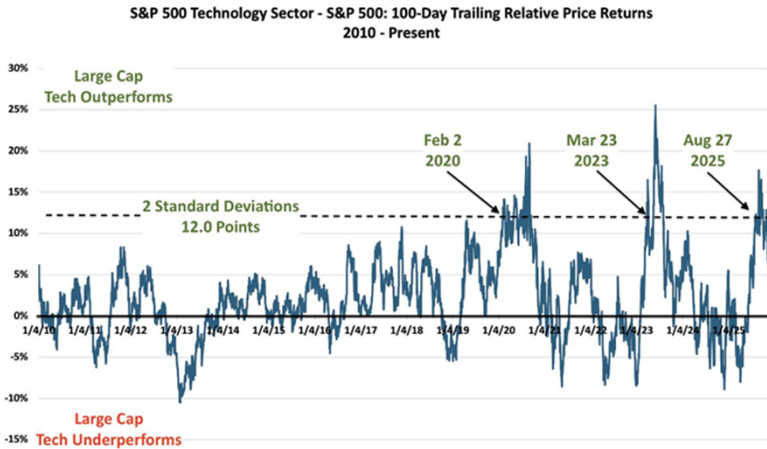
Bloomberg

Los **recortes bursátiles** provocados por las dudas sobre las valoraciones vinculadas a la inversión en Inteligencia Artificial y unas expectativas iniciales de no recorte de tipos en diciembre han provocado un aumento de la **volatilidad** no visto desde abril, aunque a finales de mes, ésta se normalizó



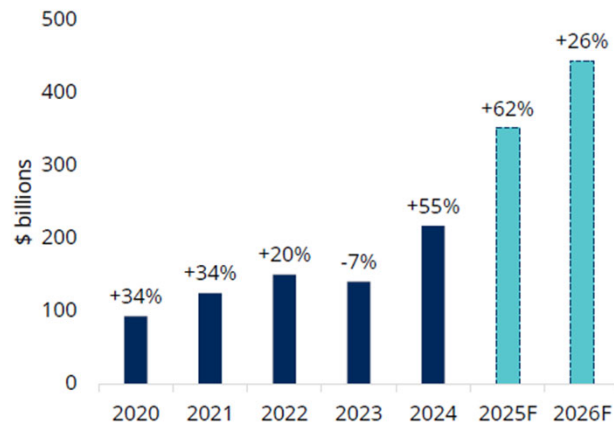
Fuente: Bloomberg, Consilio

Tras las correcciones el sector tecnológico redujo el extraordinario exceso de rentabilidad que acumulaba, si bien al final se revirtió esta tendencia finalmente



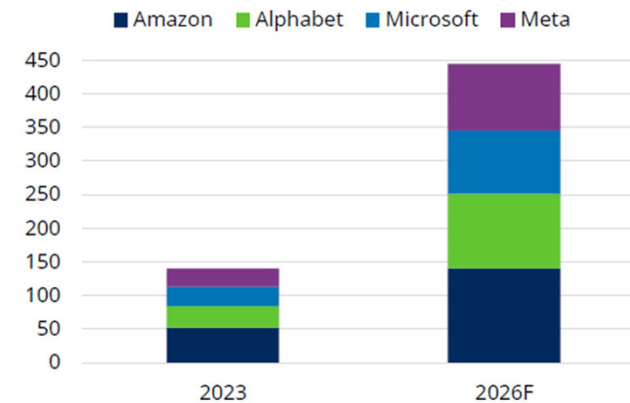
Fuente: Data Trek research

Inversión total (capex) de los *hyperscalers* (% , crecimiento interanual)



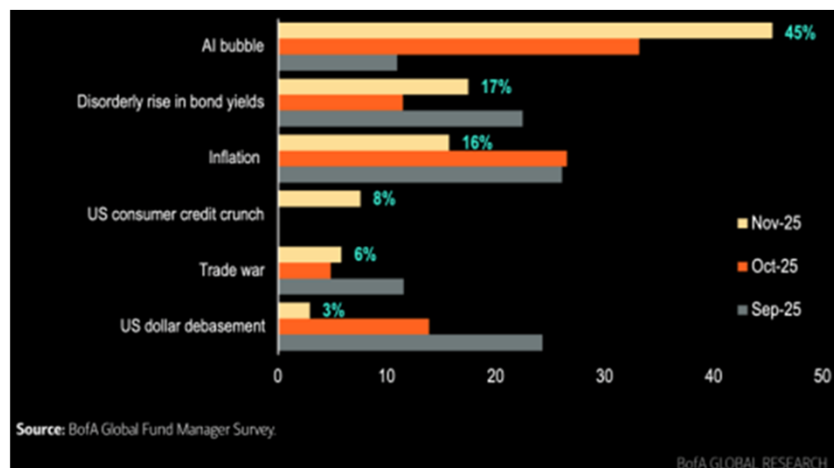
Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated. Forecasts included are not guaranteed and should not be relied upon. 2025 and 2026 are median consensus forecasts. As at 31 October 2025. Source: I/B/E/S, LSEG Datastream and Schroders

Distribución de la inversión total (capex), \$ billions



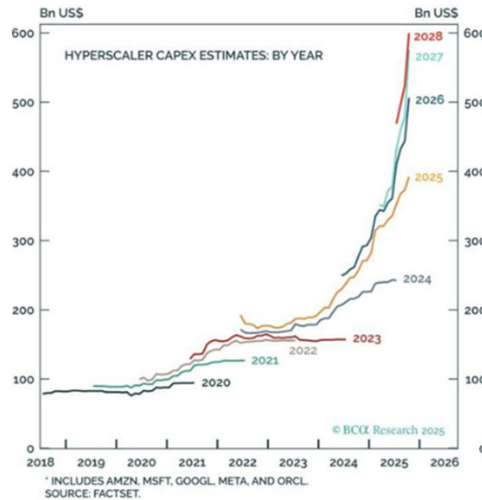
Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated. Forecasts included are not guaranteed and should not be relied upon. 2025 and 2026 are median consensus forecasts. As at 31 October 2025. Source: I/B/E/S, LSEG Datastream and Schroders

¿Cuál considera que es el mayor riesgo actual para los mercados?



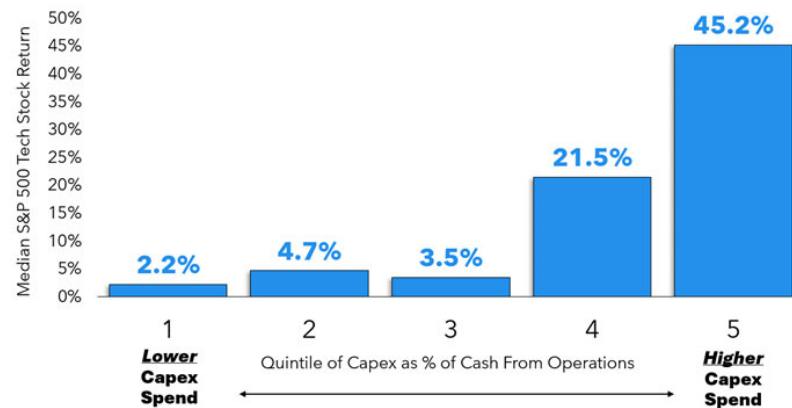
- ✓ El crecimiento de la inversión en IA por parte de los *hyperscalers* está creciendo a tasas extraordinarias y se prevé que siga manteniendo ritmos muy elevados (gráf sup izq)
- ✓ Con el actual ritmo de crecimiento se espera que, a finales de 2026, en 3 años se haya triplicado el nivel de inversión (gráf sup der)
- ✓ Un **45% de gestores de fondos de inversión** señalan la burbuja en acciones vinculadas a la Inteligencia Artificial como el principal riesgo del mercado frente al **11%** que opinaban de este modo en septiembre (gráf inf izq)

Inversión (capex) estimado de los hyperscalers por año



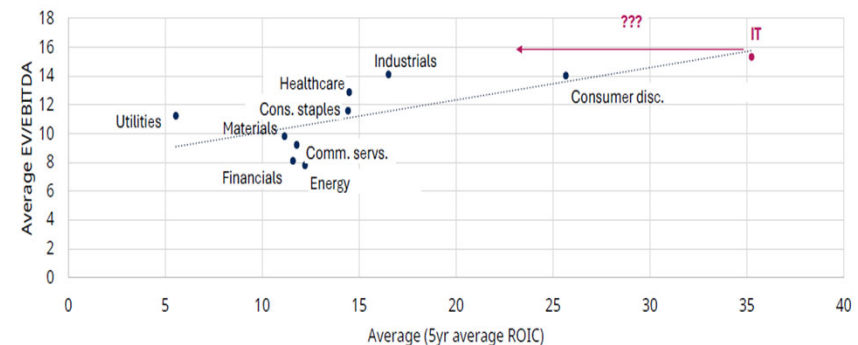
- ✓ Las estimaciones de inversión en Inteligencia Artificial por parte de los *hyperscalers* se espera que alcance **\$2,5tr** acumulado para **2030**, asumiendo una depreciación del 20% anual, esto generaría un **gasto de amortización anual** superior a los beneficios combinados de las compañías en 2025 (graf sup izq)
- ✓ De momento, el mercado está premiando a las compañías que mayor inversión están realizando en relación con su flujo operativo (gráfico superior derecho)
- ✓ Pero históricamente, las compañías con menor rentabilidad (Return on Invested Capital, ROIC) o mayor inversión tienden a cotizar con **ratios de valoración inferiores**. Esto supone un reto para las ingentes inversiones por parte de los *hyperscalers* ya que implica que el crecimiento de los retornos de la inversión sean superiores al coste de dicha inversión (gráf inf izq)

Mediana de retorno de las acciones tecnológicas del S&P 500 en 2025



Source: Chartkidmatt.com, The Compound Media, data via Bloomberg Finance L.P.

Valoración vs. Retorno de la inversión en capital



Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated.
ROIC = Return on Invested Capital. EBITDA = Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, and Amortisation. Based on latest data available for 30 September 2025 constituent list for S&P 500, as at 31 October 2025. Excludes companies with negative ROIC. A five-year average ROIC is used to smooth out quarterly variability and better reflect the structural nature of each business. EV/EBITDA is used because it is less affected by capital structure than the price/earnings multiple would be (enterprise value covers the equity and debt capital tied up in a business), making it a better reflection of operating performance. 12-month forward EBITDA is used in the calculation. Source: LSEG Databstream, S&P and Schroders.

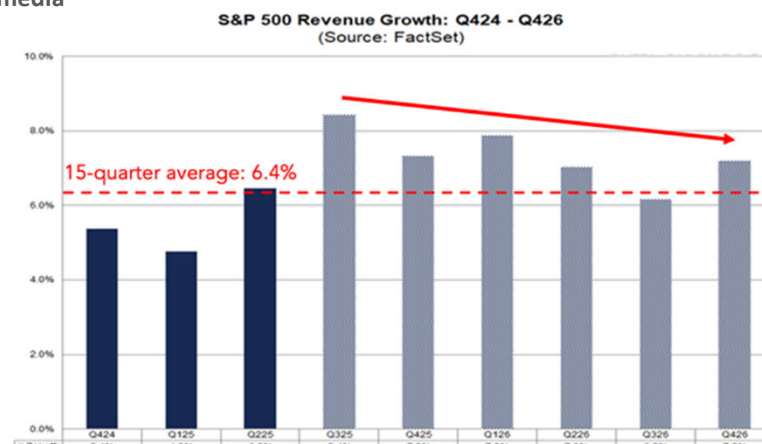
ACTIVOS: RENTA VARIABLE

EN EE.UU., DE MOMENTO, RESULTADOS TRIMESTRALES EXTRAORDINARIOS Y EXPECTATIVAS FAVORABLES

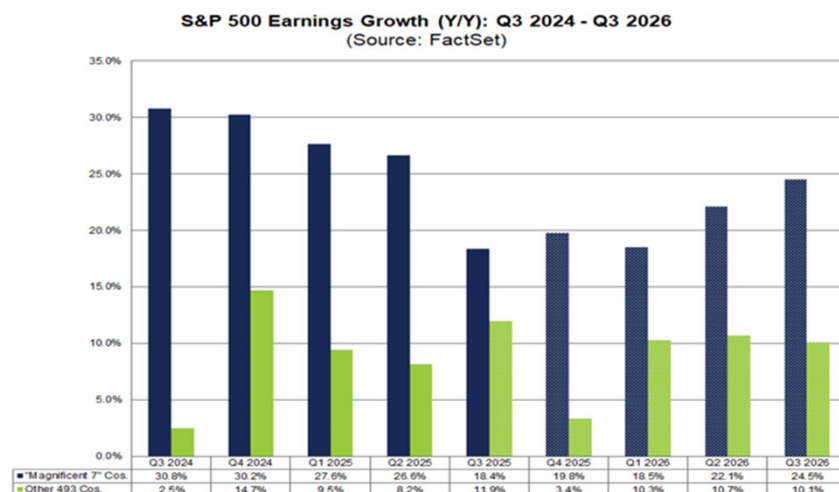
Los ingresos de las compañías americanas registran en el tercer trimestre de 2025 un **crecimiento no visto desde 2022**



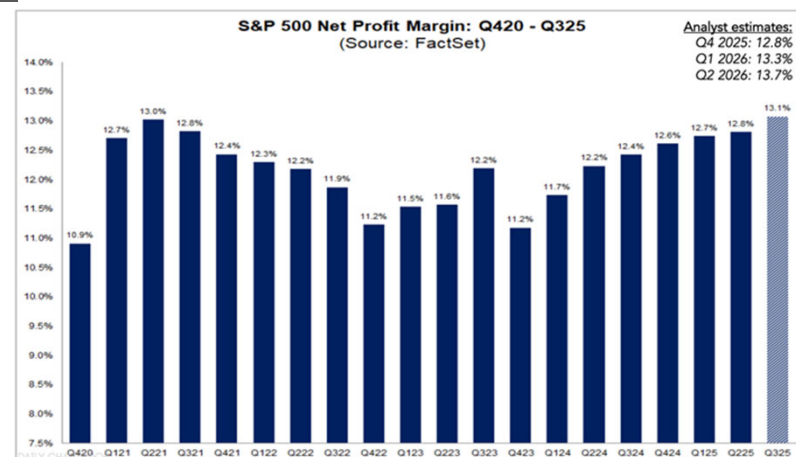
Aunque se espera una ralentización en el crecimiento de los ingresos para futuros trimestres, aún se prevé que el ritmo de crecimiento siga situándose **por encima de la media**



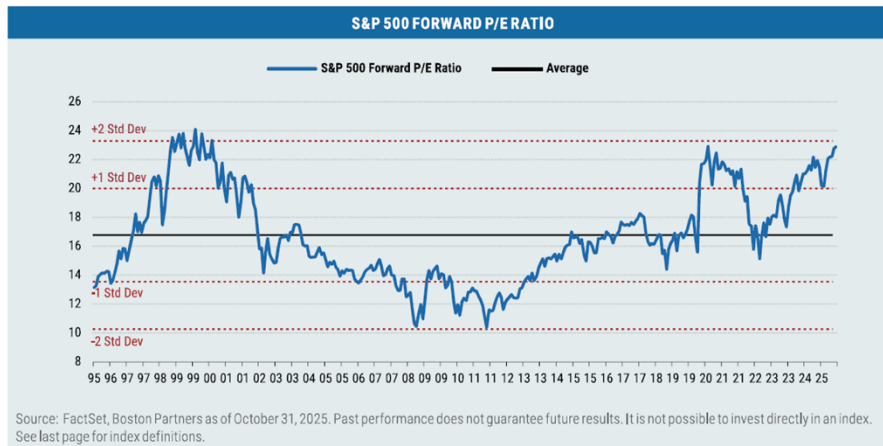
En el tercer trimestre, por segunda vez en los últimos 3 años, las **493** acciones del S&P 500 excluyendo las 7 Magníficas, **reportan crecimiento de doble dígito**



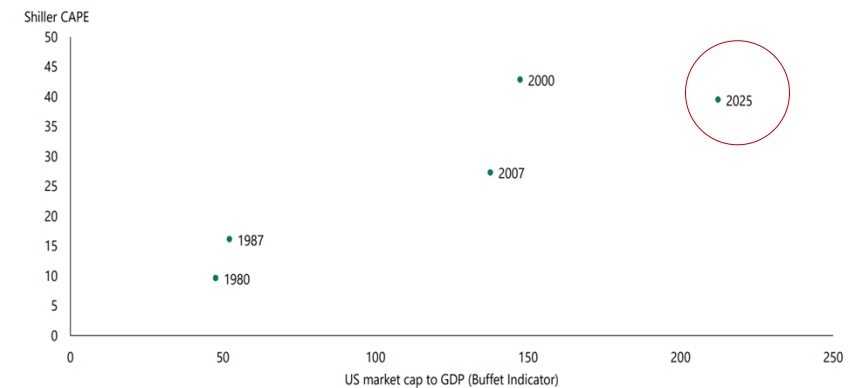
Y el **margen de beneficio** de las compañías del S&P 500 se sitúa en el nivel **más elevado desde al menos 2009 (13,1%)** y se espera que se mantenga en esos niveles



PER fwd12m del S&P 500 Index



CAPE de Shiller e Indicador de Buffet

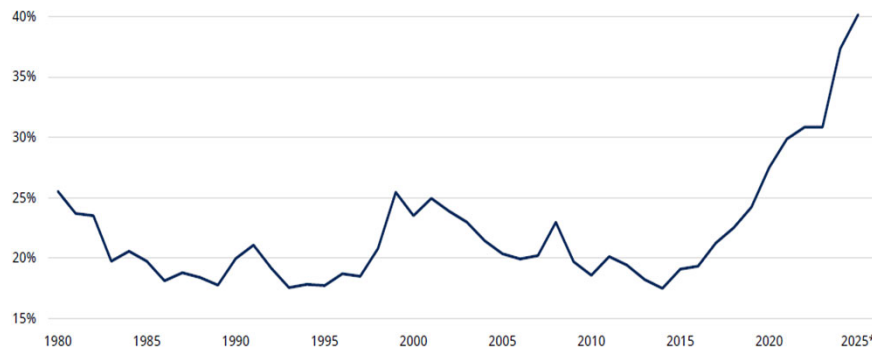


- ✓ La valoración actual de la bolsa americana en términos de PER fwd12m se encuentra en niveles máximos históricos o cerca de 2 desviaciones estándar por encima de su media histórica (gráf sup izq)
- ✓ También si medimos la actual valoración de la bolsa americana, tanto por el Indicador de Buffet (capitalización bursátil/PIB de EE.UU.) como por el PER histórico (CAPE de Shiller), la bolsa americana se encuentra en niveles máximos (gráf sup der)
- ✓ Combinando los diferentes indicadores de valoración bursátil (PER histórico, PER estimado 12meses, CAPE, Precio/Valor en Libros, EV/EBITDA, Q Ratio, Capitalización vs PIB) la bolsa americana nunca había estado tan cara como hoy (gráf inf der)

Indicador compuesto de valoración de la bolsa americana



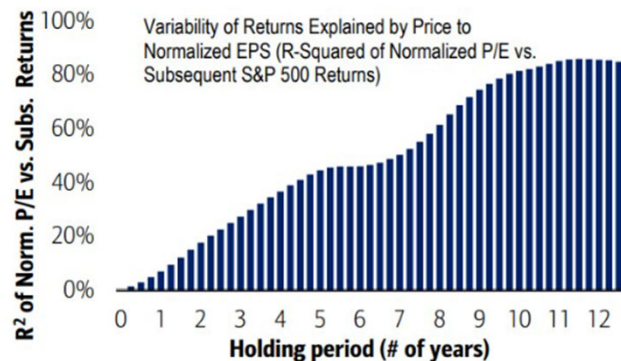
Peso de las 10 mayores acciones del S&P 500 Index



Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated.

* as at 31 October 2025. Others are all as at year-end. S&P 500 top 10 issues annually by % of index market value. S&P 500 used rather than MSCI USA for reasons of data availability. Full market values (not adjusted for float) is used for historical comparison. Source: S&P.

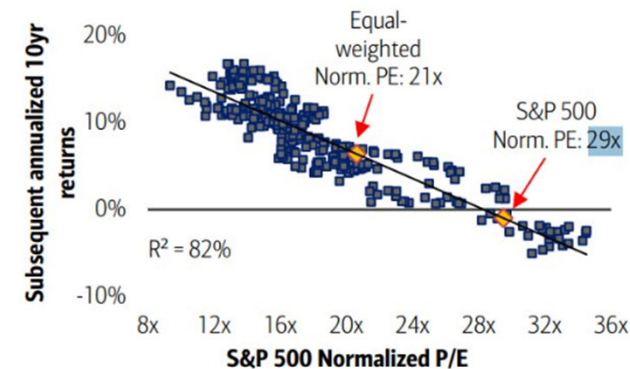
PER normalizado y predictibilidad de los retornos en función del número de años



Source: BofA US Equity & US Quant Strategy, Haver Analytics, FactSet

BofA GLOBAL RESEARCH

PER del S&P 500 y del S&P 500 equiponderado normalizados vs. retorno anualizado del índice en los siguientes 10 años



Source: BofA US Equity & US Quant Strategy, Haver Analytics, FactSet. The equal-weighted normalized PE is calculated based on the discount between the average trailing PE of an S&P 500 stock and the cap-weighted trailing PE.

BofA GLOBAL RESEARCH

- ✓ Las **10** mayores acciones de la bolsa americana representan un **40%** del total de su capitalización bursátil. La gran concentración de la bolsa americana en unas pocas compañías y el peso que la bolsa americana tiene en las bolsas mundiales, hacen que también a nivel global el peso de unas pocas compañías suponga un porcentaje muy elevado de su capitalización: más del 20% de la capitalización, las 7 Magníficas y más de un 25% las 10 mayores compañías (graf sup izq)
- ✓ Dadas las actuales valoraciones de la bolsa americana, siguiendo sus retornos medios históricos, los **retornos anualizados que se pueden esperar en la próxima década** son previsiblemente decepcionantes (en concreto: **-1%** para el S&P 500 y **+6%** para el S&P 500 equiponderado) (gráfico superior derecho)
- ✓ En el **corto plazo** la valoración de las acciones es poco significativa para predecir los retornos esperados; sin embargo, en el **largo plazo** es el factor determinante de la rentabilidad (gráf inf izq)

ACTIVOS: RENTA VARIABLE

UN BUEN AÑO EN BOLSA EUROPEA CON FAVORABLES PERSPECTIVAS

PER fwd12m del S&P 500 y del Stoxx 600

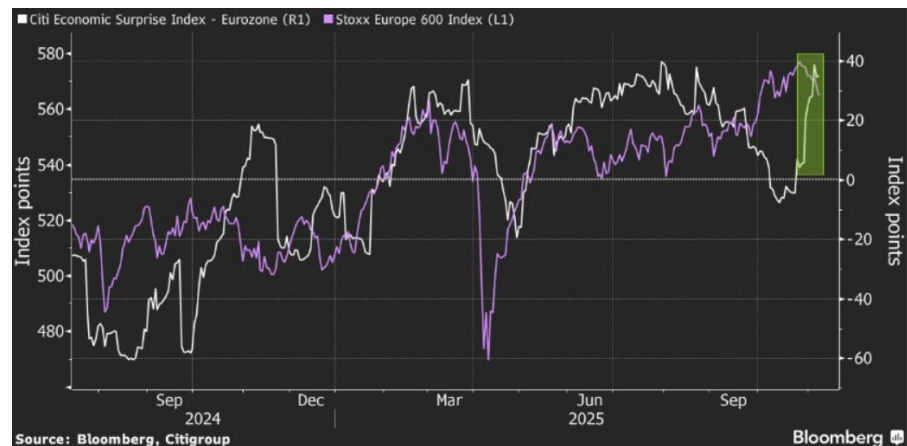


- ✓ La bolsa europea cotiza con un descuento histórico del 35% sobre la bolsa americana (gráf sup izq)
- ✓ En Europa las compañías cíclicas y value han liderado la rentabilidad en 2025 (gráfico superior derecho)
- ✓ La mejoría de los indicadores macro en la Eurozona suponen un soporte para la bolsa (gráf inf izq)

Evolución de los diferentes índices de estilos de inversión en Europa en 2025



Indicador de Sorpresas Macro de la Eurozona y Stoxx Europe 600 Index

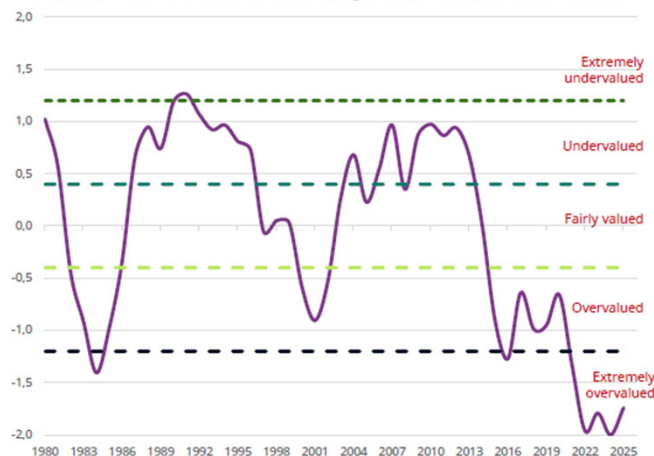


WORLD EQUITY RATIOS																				
30-nov-25		LAST	EPS				GROWTH			MOMENTUM			VALUATION					PERFORMANCE		
			Actual	EPSfw12	EPS25	EPS26	EPS24	EPS25	EPS26	%EPS 4Week	%EPS 6Month	RSI	PE Hoy	PEfw12	PE25	PE26	YIELD	%YTD	%3YR ANN.	VOL
MSCI WORLD	MXWO Index	4.398	196,3	196,3	219,9	245,2	0,0%	12,0%	11,5%	0,5%	3,0%	59	22,4x	20,2x	20,0x	17,9x	1,6%	20,6%	19%	15%
S&P500	SPX Index	6.849	269,0	272,3	308,2	347,9	1,3%	13,2%	12,9%	0,8%	3,3%	59	25,5x	22,4x	22,2x	19,7x	1,2%	17,8%	21%	19%
DOW JONES	INDU Index	47.716	2056,2	2076,8	2345,8	2667,6	1,0%	13,0%	13,7%	-0,3%	-1,2%	59	23,2x	20,5x	20,3x	17,9x	1,7%	13,9%	14%	17%
NASDAQ100	NDX Index	25.435	747,3	822,0	969,7	1109,0	10,0%	18,0%	14,4%	0,3%	7,1%	56	34,0x	26,6x	26,2x	22,9x	0,6%	21,8%	29%	24%
RUSSELL2000	RTY Index	2.500	68,7	72,1	110,3	136,7	4,9%	53,1%	23,9%	-7,1%	-10,7%	60	36,4x	23,3x	22,7x	18,3x	2,0%	13,5%	11%	24%
STOXX600	SXXP Index	576	35,9	35,7	39,3	43,5	-0,7%	10,0%	10,8%	0,2%	-1,0%	58	16,0x	14,8x	14,7x	13,2x	3,1%	17,3%	13%	14%
EUROSTOXX50	SX5E Index	5.668	334,3	333,1	364,9	404,9	-0,4%	9,6%	11,0%	0,0%	-4,2%	55	17,0x	15,6x	15,5x	14,0x	2,8%	19,4%	16%	17%
IBEX35	IBEX Index	16.372	1173,8	1160,5	1227,4	1320,5	-1,1%	5,8%	7,6%	-0,6%	4,4%	60	13,9x	13,4x	13,3x	12,4x	3,7%	46,7%	30%	17%
FTSE100	UKX Index	9.721	672,9	686,1	745,1	815,9	2,0%	8,6%	9,5%	0,8%	5,0%	57	14,4x	13,1x	13,0x	11,9x	3,3%	23,0%	13%	12%
DAX30	DAX Index	23.837	1387,3	1359,4	1574,2	1793,0	-2,0%	15,8%	13,9%	-1,0%	-5,4%	52	17,2x	15,3x	15,1x	13,3x	2,5%	19,7%	18%	18%
TOPIX	TPX Index	3.378	190,8	189,0	206,8	225,8	-0,9%	9,4%	9,2%	5,0%	6,4%	61	17,7x	16,5x	16,3x	15,0x	2,2%	24,2%	22%	20%
EMERGING MARKETS	MXEF Index	1.367	87,4	88,8	104,0	118,0	1,6%	17,2%	13,5%	0,2%	-1,5%	48	15,6x	13,3x	13,1x	11,6x	2,4%	30,4%	15%	16%
ASIA PACIFIC ex Japan	MXAPJ Index	703	41,8	41,8	48,7	54,9	0,0%	16,4%	12,7%	0,0%	-2,1%	47	16,8x	14,6x	14,4x	12,8x	2,3%	26,8%	14%	17%
BRASIL	IBOV Index	159.072	13837,9	15702,5	17102,3	19530,6	13,5%	8,9%	14,2%	-2,1%	-5,3%	75	11,5x	9,4x	9,3x	8,1x	5,6%	32,2%	13%	15%
CHINA	SHCOMP Index	3.889	221,8	257,4	287,1	na	16,1%	11,6%	na	0,0%	-1,3%	45	17,5x	13,7x	13,5x	na	2,7%	18,9%	10%	15%
INDIA	SENSEX Index	85.707	3996,9	3973,1	4164,2	4793,8	-0,6%	4,8%	15,1%	11,6%	6,5%	64	21,4x	20,7x	20,6x	17,9x	1,5%	11,1%	12%	12%
FRONTIER MARKETS	MXFM Index	720	64,8	66,9	75,9	84,5	3,1%	13,6%	11,2%	4,2%	3,4%	61	11,1x	9,6x	9,5x	8,5x	4,3%	40,6%	19%	10%
EU Banks	SX7P Index	329	32,1	31,7	34,1	36,7	-1,3%	7,7%	7,5%	0,6%	5,0%	63	10,3x	9,7x	9,7x	9,0x	4,7%	63,7%	42%	23%
EU Energy	SXEP Index	406	32,9	34,0	34,4	38,3	3,3%	1,3%	11,3%	1,0%	6,2%	57	12,3x	11,8x	11,8x	10,6x	4,4%	27,3%	10%	20%
EU Utilities	SX6P Index	486	31,3	32,5	34,9	37,4	3,8%	7,2%	7,1%	-0,4%	0,0%	63	15,5x	14,0x	13,9x	13,0x	4,2%	33,1%	15%	15%
EU Telecoms	SXKP Index	252	15,0	15,4	17,8	19,4	2,6%	15,8%	9,3%	0,4%	-3,0%	50	16,8x	14,3x	14,2x	13,0x	4,3%	14,2%	12%	15%
EU Health	SXDP Index	1.130	66,3	66,1	70,1	76,6	-0,4%	6,2%	9,3%	-0,4%	-2,7%	63	17,0x	16,2x	16,1x	14,7x	2,4%	6,1%	6%	19%
EU Tech	SX8P Index	827	29,0	30,8	34,6	40,4	6,2%	12,4%	17,0%	2,6%	-1,4%	47	28,5x	24,2x	23,9x	20,5x	1,1%	3,1%	10%	23%
EU Industrials	SXNP Index	1.035	43,2	43,1	49,2	56,3	-0,3%	14,2%	14,4%	-0,9%	-4,1%	45	23,9x	21,3x	21,0x	18,4x	1,9%	20,1%	18%	20%
EU Construction	SXOP Index	835	46,9	44,1	48,9	54,0	-5,8%	10,8%	10,5%	-0,9%	-5,3%	63	17,8x	17,2x	17,1x	15,5x	2,5%	22,9%	19%	20%
EU Consumer Staples	SX3P Index	627	36,5	36,2	39,0	42,2	-1,0%	7,6%	8,3%	-0,6%	-1,7%	50	17,2x	16,2x	16,1x	14,9x	3,3%	2,0%	-5%	15%
US Banks	IXM Index	656	37,5	37,8	40,5	43,9	0,6%	7,3%	8,2%	0,8%	6,6%	58	17,5x	16,3x	16,2x	15,0x	1,6%	11,6%	16%	20%
US Energy	IXE Index	946	55,0	55,6	60,8	70,0	1,0%	9,4%	15,1%	1,6%	2,7%	55	17,2x	15,7x	15,5x	13,5x	3,4%	8,3%	3%	25%
US Utilities	S5UTIL Index	458	22,3	22,2	24,7	27,3	-0,3%	11,4%	10,2%	0,1%	-0,6%	58	20,6x	18,7x	18,5x	16,8x	2,7%	22,3%	12%	16%
US Telecoms	S5TELS Index	457	18,2	18,7	20,3	23,0	2,5%	8,8%	13,3%	0,3%	3,8%	68	25,1x	22,6x	22,5x	19,8x	0,7%	34,9%	39%	24%
US Health	IXV Index	1.590	79,3	78,8	84,5	93,4	-0,6%	7,2%	10,5%	0,8%	-2,0%	76	20,0x	18,9x	18,8x	17,0x	1,6%	16,2%	6%	17%
US Tech	IXT Index	2.881	81,6	89,8	110,2	129,4	10,1%	22,8%	17,4%	0,9%	5,4%	51	35,3x	26,6x	26,1x	22,3x	0,6%	23,8%	29%	28%
US Industrials	S5INDU INDEX	1.299	49,2	48,3	55,1	62,6	-1,9%	14,2%	13,6%	2,9%	1,0%	55	26,4x	23,8x	23,6x	20,7x	1,4%	17,8%	17%	19%
US Homebuilders	S5HOME INDEX	2.928	237,7	208,1	203,7	228,8	-12,5%	-2,1%	12,3%	0,4%	-1,2%	64	12,3x	14,3x	14,4x	12,8x	1,1%	9,1%	24%	33%
US Consumer Staples	S5CONS INDEX	882	39,0	39,2	41,5	44,6	0,4%	5,8%	7,5%	-0,1%	-0,3%	62	22,6x	21,4x	21,3x	19,8x	2,6%	5,7%	6%	14%

Fuente: Bloomberg, Consilio

El actual tipo de cambio efectivo real del USD hace que la divisa americana se encuentre **sobrevalorada**

US dollar real effective exchange rate valuation z-score



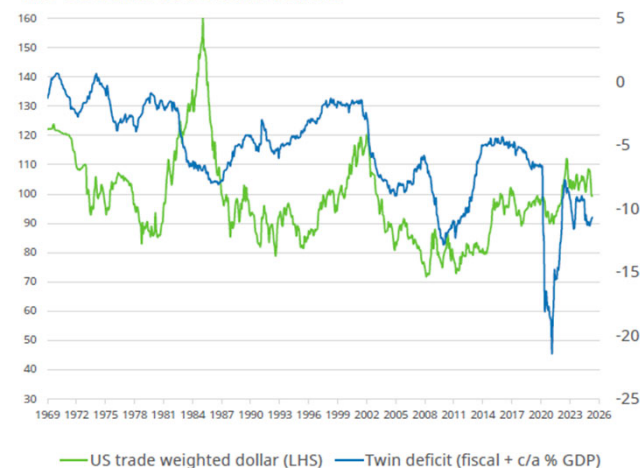
Source: Schroders; Bloomberg; LSEG Data & Analytics - 31 July 2025.

CURRENCIES & COMMODITIES	%1M	%12M	%YTD
USD/EUR	0,6%	-9,0%	-10,77%
CNY/USD	-0,4%	-2,3%	-3,08%
USD/JPY	-2,6%	-3,0%	0,76%
EUR/JPY	-2,0%	-11,8%	-10,09%
GLOBAL COMMODITIES	2,9%	12,5%	11,80%
CRUDE OIL	-3,1%	-14,9%	-16,43%
GOLD INDEX	7,0%	60,5%	61,54%

Fuente: Bloomberg, Consilio

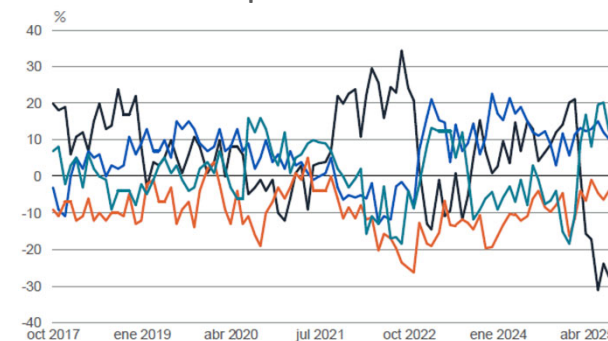
El doble déficit americano (fiscal y por cuenta corriente) es un factor de **presión** sobre la cotización del USD

The US dollar vs US twin deficits



Source: Schroders; Bloomberg; LSEG Data & Analytics - 31 July 2025.

El posicionamiento del mercado es mayoritariamente bajista en USD, lo que eventualmente, desde una perspectiva contrarian, podría **limitar la depreciación** de la divisa americana en el corto plazo



Bank of America Fund Managers survey, % responding "overweight" minus % responding "underweight" to the questions "Relative to your benchmark, do you currently have unhedged exposure to any of the following currencies?"

— USD — JPY — GBP — EUR

Source: Aberdeen, Bank of America, November 2025 For illustrative purposes only.

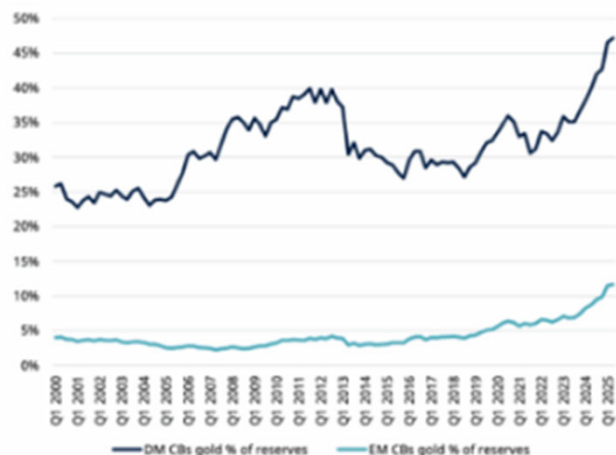
Ratio oro / reservas totales de los bancos centrales



Source: Schroders, World Gold Council - September 2025. For illustrative purposes only and should not be viewed as a recommendation to buy or sell.

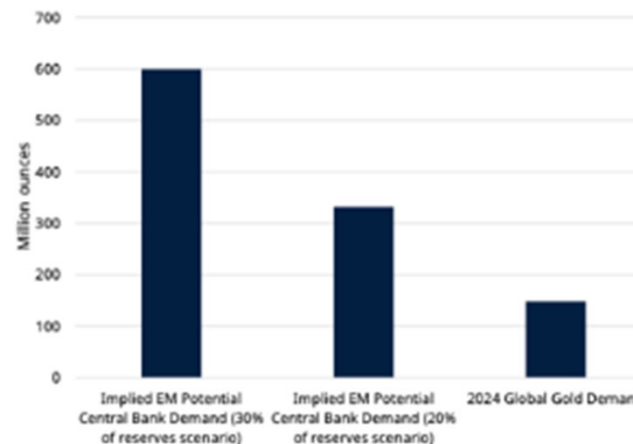
- ✓ El oro supone más de un 20% de las reservas mundiales de los bancos centrales (graf sup izq)
- ✓ Los bancos centrales de países emergentes con China a la cabeza han sido el principal comprador de oro pero todavía sólo supone el 12% de sus reservas. El porcentaje de reservas en oro de los países desarrollados también ha subido pero se ha debido a la revalorización del metal (gráfico inferior izquierdo)
- ✓ Un aumento de reservas de los países emergentes hasta el 20% o el 30% generaría una demanda equivalente a varios años del mercado global: en concreto, un aumento de las reservas de países emergentes hasta el **30%** implicaría **4 veces** la demanda global de oro en **2024** (gráf inf izq)

Ratio oro / reservas totales de los bancos centrales desglosando por tipo de BC



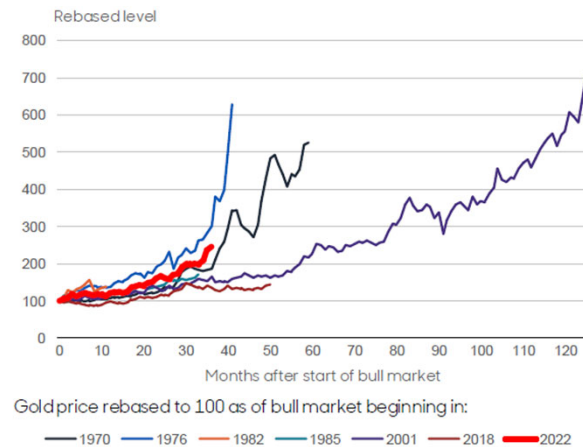
Source: Schroders, World Gold Council - September 2025. For illustrative purposes only and should not be viewed as a recommendation to buy or sell.

Impacto del incremento de reservas en oro por los bancos centrales emergentes



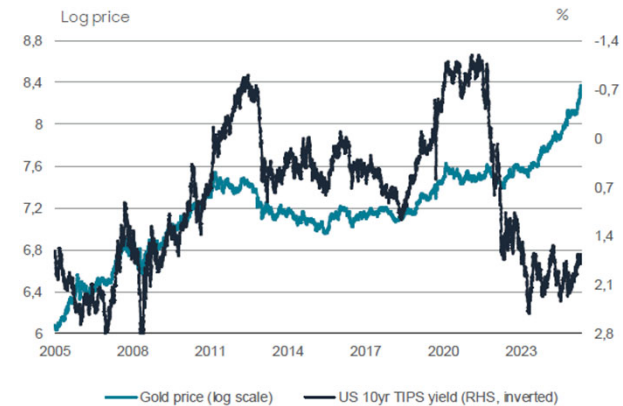
Source: Schroders, World Gold Council - September 2025. Value of gold holdings calculated using end of quarter gold price. Implied demand calculated using \$3,300/oz gold price. For illustrative purposes only and should not be viewed as a recommendation to buy or sell. Forecasts may not be realised.

Mercados alcistas del oro y meses tras el inicio de cada uno de ellos



Source: (LHS chart) Aberdeen, Bloomberg, November 2025.

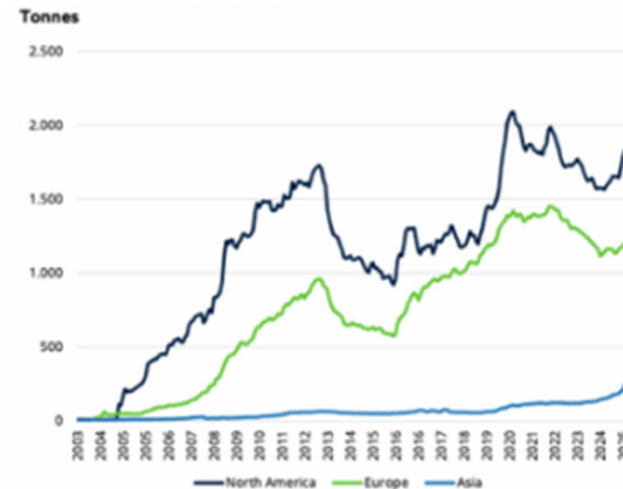
Precio del oro y tipos de interés reales (invertidos, escala logarítmica)



Aberdeen, Bloomberg, November 2025

- ✓ El rally en el oro puede cuestionarse por la aceleración de la última parte de la subida pero, en términos históricos, el actual rally sería aún joven y tendría recorrido por delante (gráf sup izq)
- ✓ La ruptura de la tradicional relación entre el precio del oro y los tipos de interés reales supone un cambio de paradigma que se puede interpretar como que este mercado alcista del oro es más estructural que cíclico. Además, una potencial caída de los tipos de interés reales (por caída de tipos o aumento de inflación) podría **apoyar nuevas subidas en el precio del metal** (gráf superior derecho)
- ✓ Los inversores occidentales han mantenido posiciones muy reducidas durante el rally. Los ETF en Europa y Norteamérica registraron incluso salidas, pese al avance del precio. La entrada de flujos ahora por parte de inversores institucionales y minoristas así como la demanda constante de inversores asiáticos son factores que soportarían **nuevos ascensos** (gráfico inferior derecho)

Posiciones en oro ETFs de oro por zonas geográficas (en toneladas)



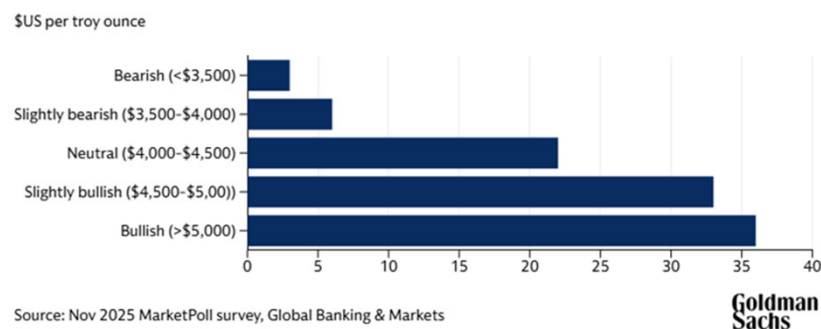
Source: *WGC, Schroders - 30th September 2025. *UBS - August 2025. For illustrative purposes only and should not be viewed as a recommendation to buy or sell.

Flujos mensuales hacia EFT de oro por geografías

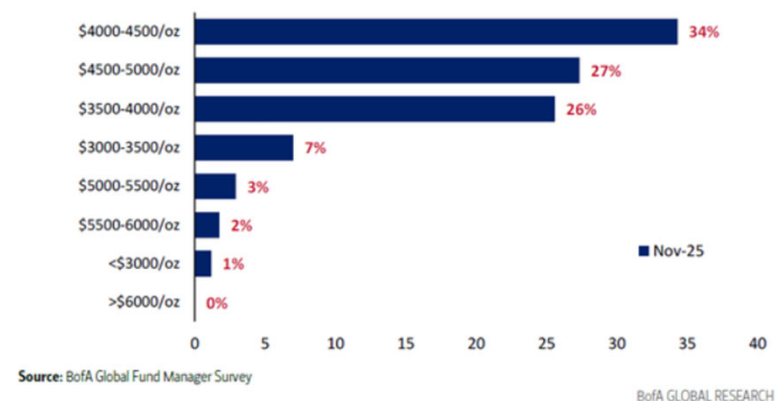


- ✓ Los flujos hacia ETFs de oro están aumentado recientemente de forma significativa con especial protagonismo de la **región asiática** (graf sup izq)
- ✓ La encuesta realizada en noviembre entre más de 900 inversores institucionales realizada por Goldman Sachs sobre la visión del precio del oro en 2026 apunta a subidas en el precio del metal en al menos un 70% de los encuestados y sólo un 9% espera que caiga (gráfico inferior izquierdo)
- ✓ Por su parte, la encuesta de Bank of America de noviembre entre los gestores de fondos indica que sólo un **34%** espera caídas en el precio del oro en 2026 (gráf inf izq)

¿Dónde ve el precio del oro en 2026?



¿En qué rango de precio espera que se sitúe el oro en 2026?





Juan Jesús Gómez Cubillo
juanjesus.gomez@consilio.es

Santiago Mingo Martínez
santiago.mingo@consilio.es

AVISO LEGAL: El presente informe no constituye una oferta de compra ni supone una promesa o garantía de rentabilidad y bajo ningún concepto puede ser considerado como una recomendación personalizada de inversión. Las opiniones vertidas en el mismo son fruto del análisis realizado por CONSiLIO basado en fuentes internas y externas pero es aconsejable que el inversor valore con su asesor financiero la conveniencia e idoneidad para su cartera de inversiones de implementar estas opiniones. CONSiLIO no se hace responsable de las decisiones tomadas por el inversor fundamentadas en el presente informe y sólo será responsable de las recomendaciones de inversión personalizadas que formule explícitamente a sus clientes en el marco de la actividad de asesoramiento financiero. Queda prohibida su divulgación, copia y/o distribución a terceros sin la previa autorización escrita de CONSiLIO ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES EAF



MEJOR EAF DEL AÑO
Consilio EAF



Entidad Registrada



Auditor:



Entidad adherida



CONSiLIO ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES, EAF
C/ Zurbano 29, bajo dcha. 28005 Madrid / Tlf. +34 91 781 95 93
Entidad registrada con el número 113 en la CNMV

www.consilio.es