

CONSILIO



MEJOR EAF DEL AÑO
Consilio EAF



ESTRATEGIA
ENERO, 2026

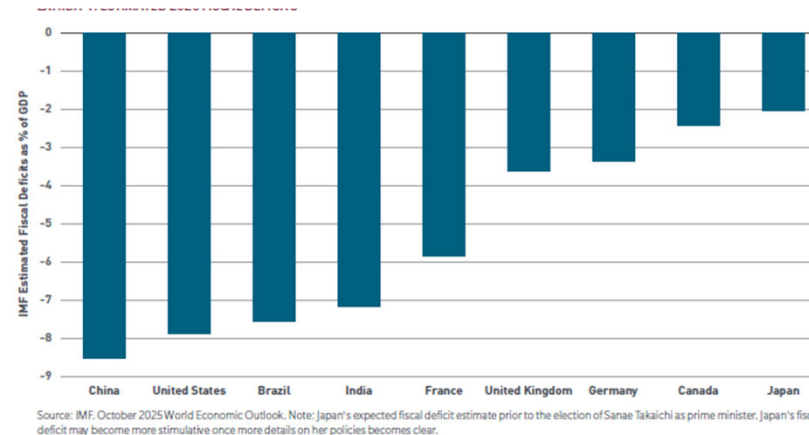
CONSILIO
ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES EAF

Tipo efectivo de los aranceles en EE.UU.



- ✓ A pesar de las noticias en un sentido y en el contrario, el escenario base es que el tipo efectivo de los aranceles se sitúe en el 15% un nivel mucho más tolerable que el 26% que se proyectó en el *Liberation Day* (gráf sup izq)
- ✓ 2026 se caracterizará por las **políticas fiscales expansivas a nivel global**. Ello perjudicará la situación fiscal de los diferentes países con déficits no vistos en tiempos de paz (gráf sup der)
- ✓ Fruto de las expectativas de políticas expansivas y la relativa menor incidencia de los aranceles, los **indicadores adelantados** empiezan a apuntar hacia una aceleración (gráf inf der)

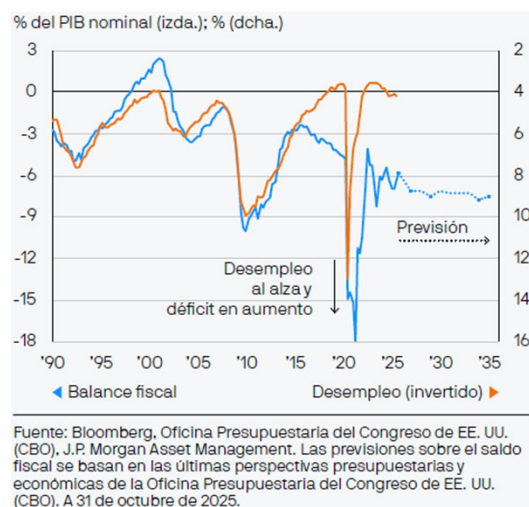
Estimación de déficits fiscales para 2026 en los diferentes países



Leading Indicators en EE.UU.

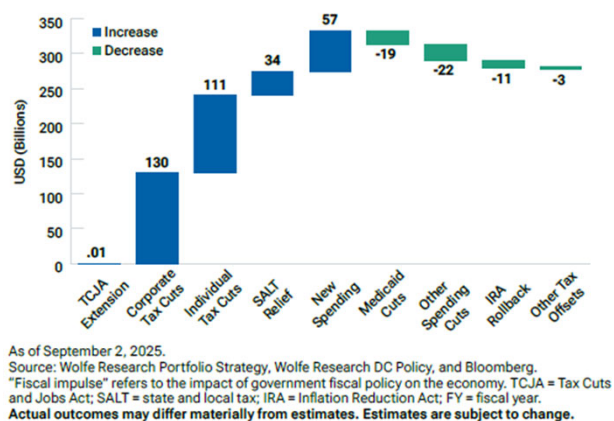


Saldo fiscal y tasa de desempleo en EE.UU.

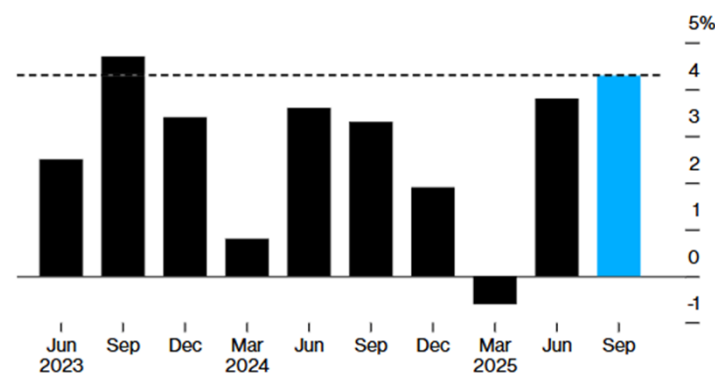


- ✓ Nunca antes se habían visto déficits fiscales o bajadas de tipos de esta magnitud fuera de periodos de recesión. En un momento en que la tasa de paro se encuentra en niveles contenidos, la entrada en vigor de la ley *One Big Beautiful Bill Act (OBBBA)* dará lugar a importantes devoluciones de impuestos a principios de 2026. Adicionalmente, la bajada en los tipos de interés por parte de la Fed son más estímulos para una economía que crece de forma robusta (gráf sup izq)
- ✓ En 2026 se espera que la OBBBA aporte entre \$200bn-\$300bn de estímulos fiscales que impulsarán la **actividad económica** y los **beneficios empresariales** (gráf inf izq)
- ✓ De momento,, en el **3T el PIB de EE.UU. ha sorprendido al alza con un crecimiento del 4,3% anualizado** expandiéndose a la mayor tasa en 2 años

Impulso fiscal estimado de la One Big Beautiful Bill Act para 2026 (en USD bn respecto al actual marco político)

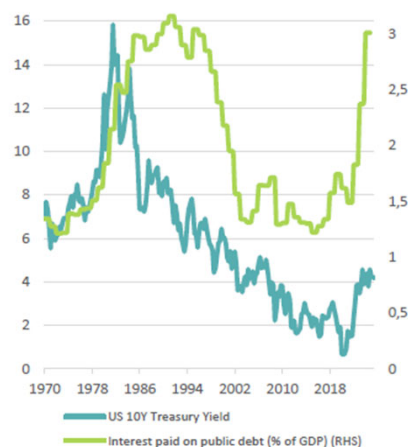


Crecimiento del PIB americano en el 3 Trimestre de 2025



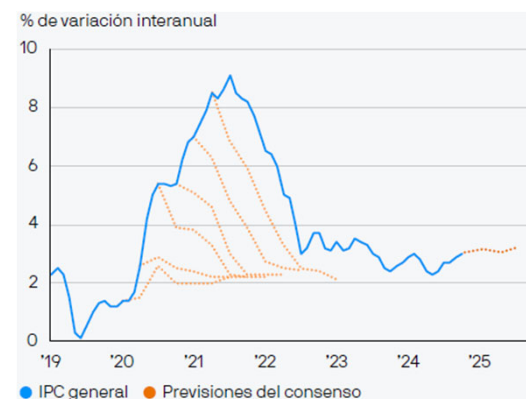
Fuente: Bloomberg, Consilio

Yield del bono del tesoro a 10 años (%) e intereses pagados sobre la deuda pública (en % sobre PIB)



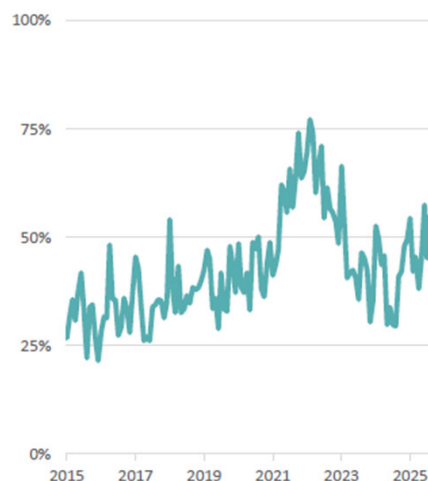
Sources: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

IPC general y previsiones de consenso en EE.UU.



Fuente: Bloomberg, Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU., LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. A 31 de octubre de 2025.

Partidas del IPC de EE.UU. con crecimiento de precios superior al 3%

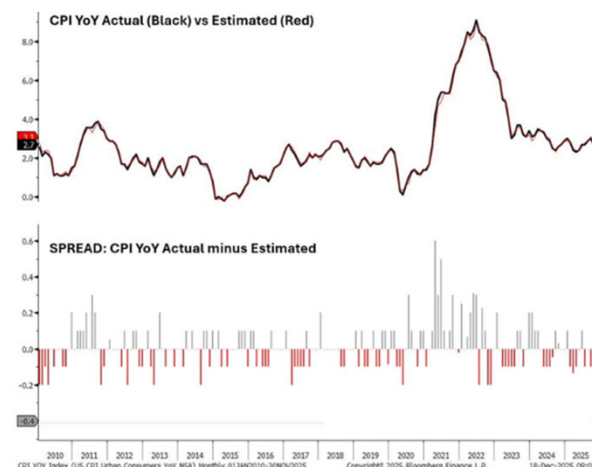


Sources: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

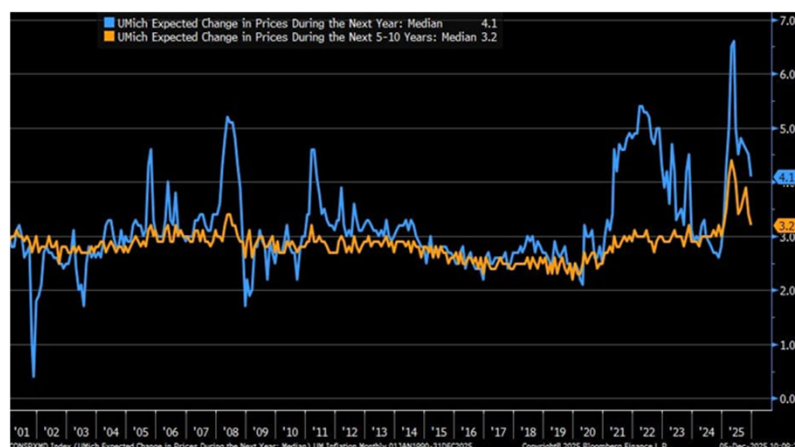
- ✓ La contrapartida del elevado déficit fiscal es que el gasto en intereses por parte del gobierno se incrementa como consecuencia del elevado volumen de deuda sobre PIB y por la subida de las tasas de interés (gráf sup izq)
- ✓ Otra potencial contrapartida de la expansión fiscal y monetaria podría ser una **aceleración de la inflación**. Actualmente, el consenso prevé que la inflación estadounidense permanezca en niveles moderados, aunque ese mismo consenso errase en su anticipación en 2022. En este contexto de fuertes estímulos fiscales y monetarios con la economía creciendo, la aceleración de la inflación es un riesgo relevante (gráf sup der)
- ✓ En EE.UU., la dinámica de los precios es al alza con mas del 50% de los componentes del IPC creciendo por encima del **3%** (gráf inf izq)

- ✓ El dato de inflación de noviembre en EE.UU. supuso la mayor desviación respecto a las estimaciones desde 2010. El IPC se desaceleró hasta **2,7%** frente a la estimación inicial de 3,1%. La inflación subyacente que cayó hasta **2,6%** y supone la lectura más baja de este indicador desde marzo de 2021 (gráf sup der)
- ✓ Las expectativas de inflación del consumidor a 1 año cayeron hasta el **4,1%** desde 4,5%. mientras que las expectativas a 5 años se redujeron hasta **3,2%** desde 3,4% (gráf inf izq)
- ✓ Las expectativas de inflación cotizadas según los swaps a 1 y 2 años se han reducido hasta los niveles previos al Liberation Day, con lo que implícitamente se descuenta que **los aranceles no tendrán impacto inflacionista adicional** (graf inf der)

IPC de noviembre en EE.UU. y desviación respecto a la estimación



Expectativas de inflación del consumidor a 1 y 5 años



Swap de inflación a 1 y 2 años

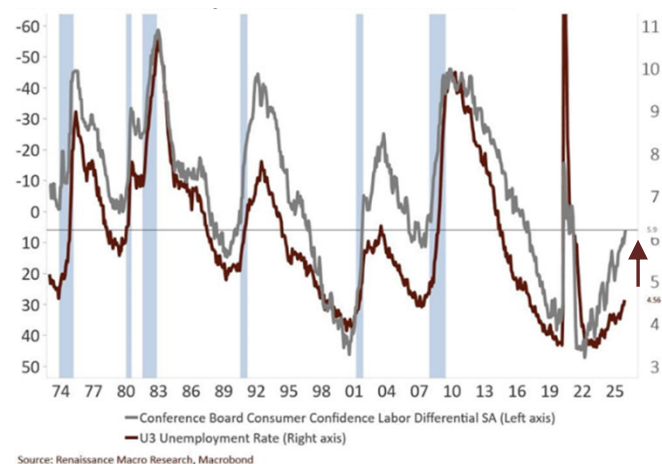


Confianza del Consumidor en EE.UU. de la Conference Board



- ✓ La **Confianza del Consumidor** americano cayó en noviembre a su segundo nivel más bajo desde abril (gráf sup izq)
- ✓ La **visión de los consumidores sobre el empleo** también se deteriora lo que anticiparía nuevas subidas en la tasa de desempleo (gráf inf izq)
- ✓ La opinión de los consumidores americanos sobre la situación económica hoy y sus expectativas para dentro de 6 meses se deterioran, de forma notable en el capítulo de **expectativas**. Probablemente, la denominada situación de la economía americana en forma de K con los ciudadanos de menores ingresos viendo cómo se reduce su renta disponible frente a los de mayores ingresos cuyas expectativas de renta disponible suben, esté detrás del deterioro de las perspectivas de los consumidores en los diferentes capítulos (gráfico inferior derecho)

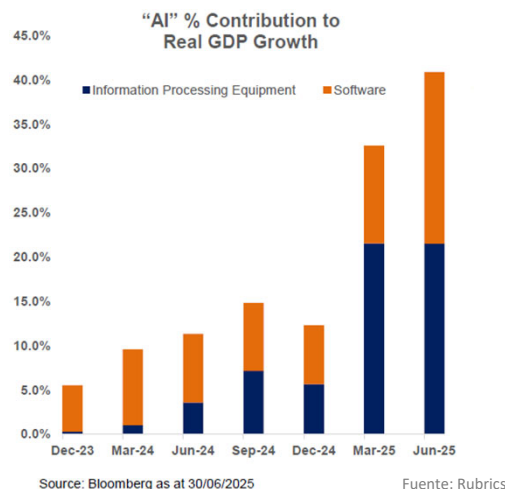
Labor Differential de la Conference Board (% de consumidores que estiman que los empleos son abundantes - % consumidores que estiman que los empleos son difíciles de conseguir)



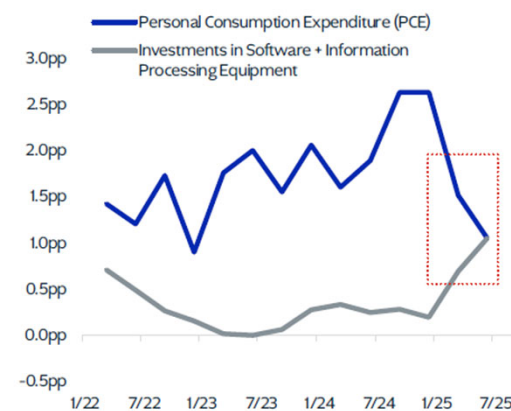
Opinión de los consumidores americanos sobre la situación económica presente y las expectativas a 6 meses



Contribución de la inversión en IA al crecimiento real del PIB en EE.UU. (en %)



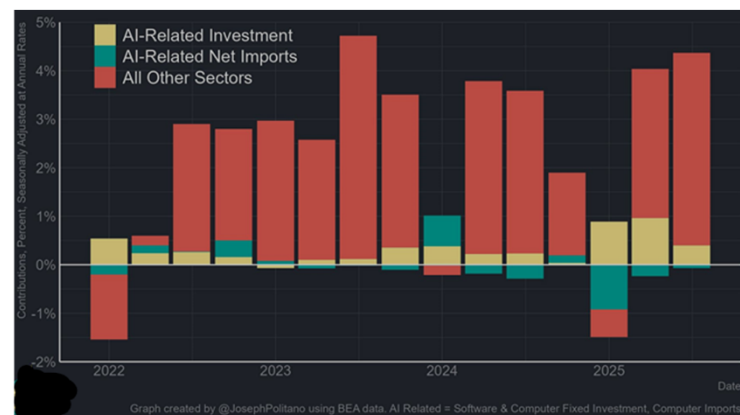
Contribución de consumo y de la inversión en IA al crecimiento del PIB en EE.UU.



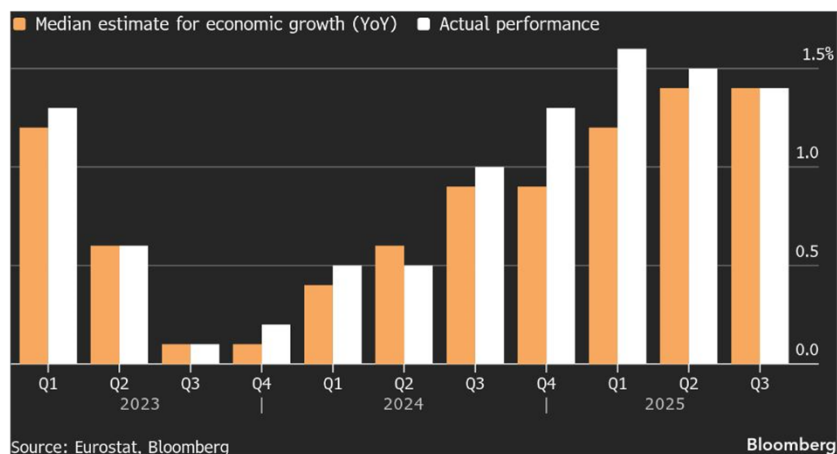
Data as at September 25, 2025. Source: U.S. Bureau of Labor Statistics, Bloomberg, KKR Global Macro & Asset Allocation analysis.

- ✓ La inversión en software y en equipos para procesamiento de la información (hardware) se ha situado como el principal contribuidor al crecimiento de la Economía americana en el **2T**, representando ambas partidas un **40%** del crecimiento del **PIB real** (gráf sup izq)
- ✓ Durante el **primer semestre de 2025**, la inversión en IA contribuyó al crecimiento del PIB americano en la misma medida que el consumo personal (gráf sup der)
- ✓ Durante el **tercer trimestre de 2025** sin embargo, la inversión en IA se desaceleró hasta suponer tan sólo el **0,3%** del crecimiento total de **4,3%** interanual del PIB en ese trimestre. Independientemente de este dato trimestral, lo que muestra la elevada dependencia del crecimiento del PIB americano es cuán sensible es dicho crecimiento a la inversión en IA y cómo un pinchazo de una posible burbuja de IA, impactaría sobre la economía americana (gráf inf der)

Contribución de la inversión en IA al crecimiento del PIB del 3T en EE.UU..

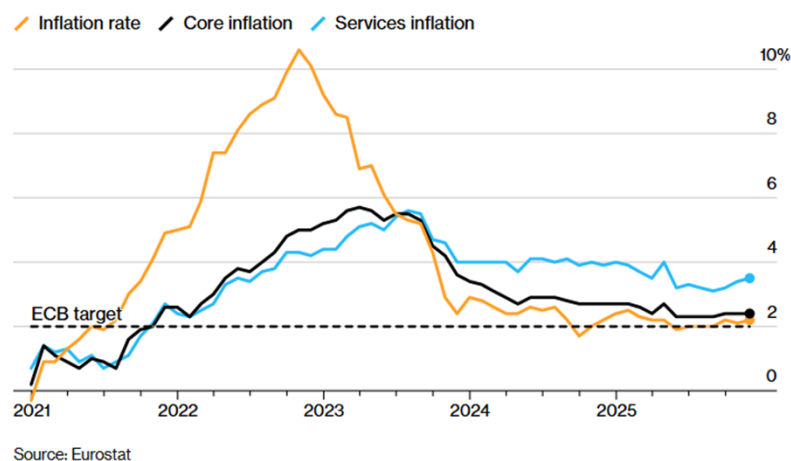


Crecimiento trimestral interanual de la economía europea y estimación inicial

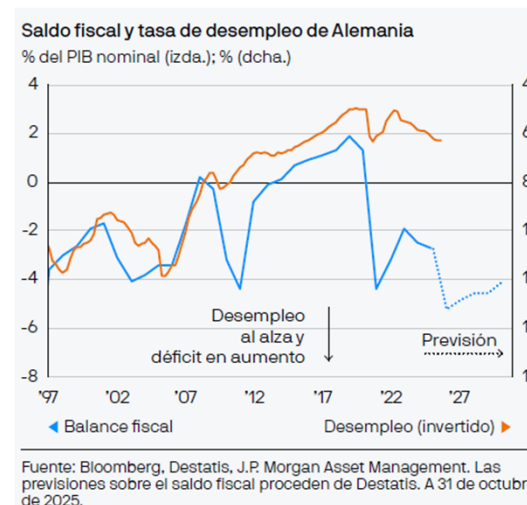


- ✓ La economía europea ha venido sorprendiendo positivamente en su crecimiento. De los últimos **11 trimestres** en **7** ha sorprendido al alza respecto a las estimaciones iniciales (gráf sup izq)
- ✓ La inflación de la Eurozona en noviembre se situó en **2,2%** vs 2,1% en octubre, justo por encima de las expectativas. La inflación subyacente se mantuvo en **2,4%** lo que desactiva cualquier posibilidad de bajadas de tipos en el corto plazo (gráf inf izq)
- ✓ Al igual que en EE.UU., coinciden en Europa un desempleo contenido con un aumento del déficit sin precedentes para esos niveles de paro (graf inf der)

Eurozona: inflación, inflación subyacente e inflación de servicios

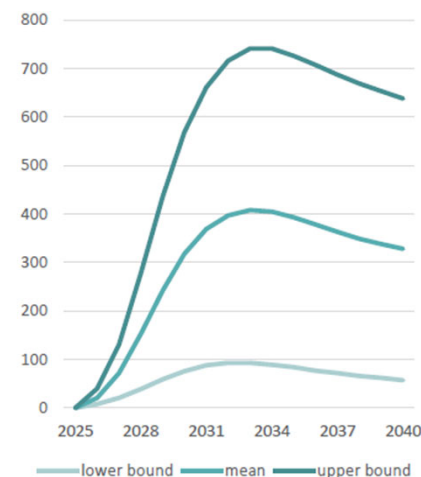


Saldo fiscal y tasa de desempleo en Alemania



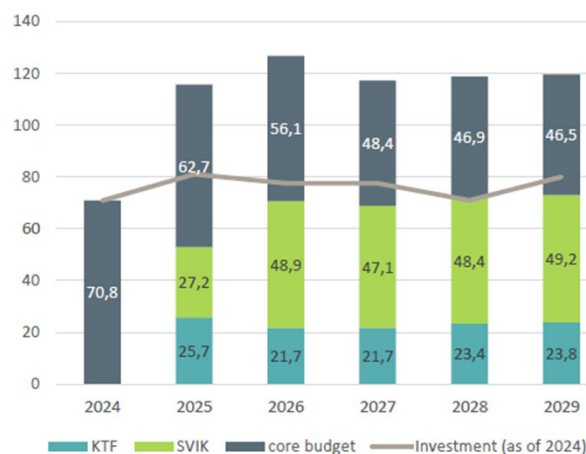
- ✓ Los planes de estímulo fiscal para inversiones anunciados por Alemania se estiman en **+€400bn** acumulativos, si bien en el límite superior se alcanzarían **+€700bn** (gráf sup der)
- ✓ La mayor inversión por parte de Alemania se verá incrementada y crecerá a lo largo de los próximos 4 ejercicios (gráf inf izq)
- ✓ El plan fiscal de Alemania se espera que tenga el mayor impacto en **2026** y suponga un impulso para el crecimiento de la economía (gráf inf der)

Estímulo adicional al PIB a través de la inversión (en €bn acumulativo)



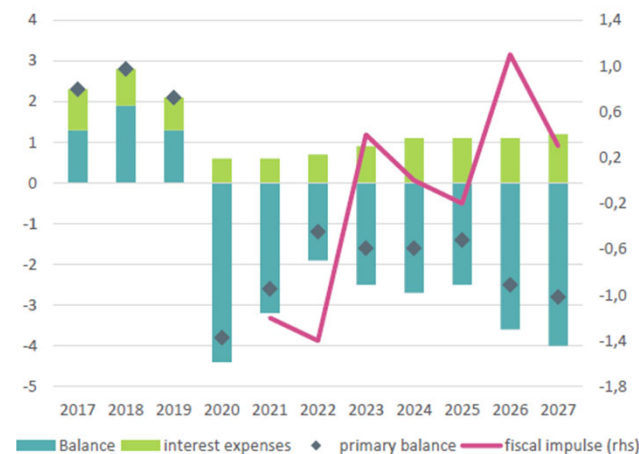
Sources: German Council of Economic Experts, Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

Plan de inversión en Alemania (en €bn)



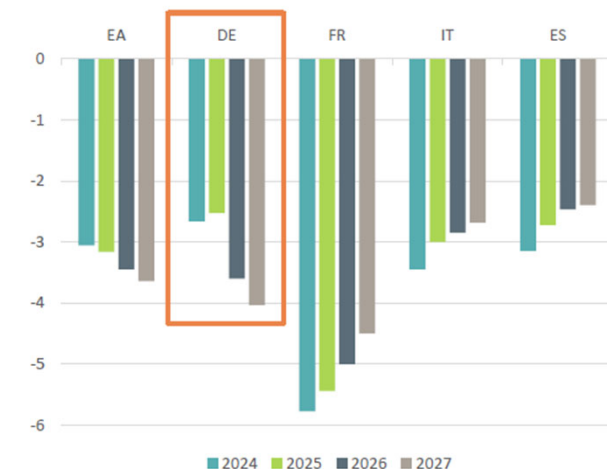
Sources: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

Impulso fiscal (en % sobre PIB)



Sources: German Council of Economic Experts, Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

Balanza fiscal en Alemania (en % sobre PIB)



Sources: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

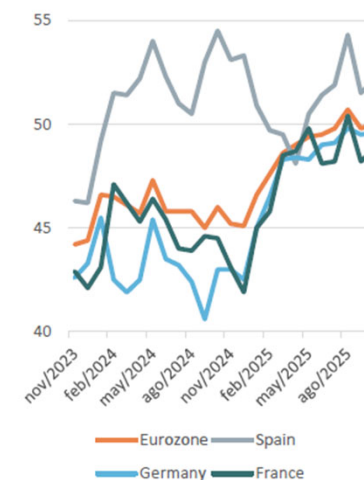
- ✓ Alemania será la principal impulsora del crecimiento de la Eurozona gracias a su incurrencia en mayores déficits presupuestarios (gráf sup izq)
- ✓ Fruto de los planes de estímulo a la inversión fundamentalmente de de Alemania, 2026 debería ser el año con el mayor impulso fiscal en las economías de la Eurozona (gráf inf izq)
- ✓ Los **PMIs** de la Eurozona se sitúan en territorio de expansión superando el nivel de 50 y mostrando un positivo *momentum* fundamentalmente por la mejora de las expectativas (graf inf der)

Impulso fiscal de los principales países de la Eurozona (en % sobre PIB)



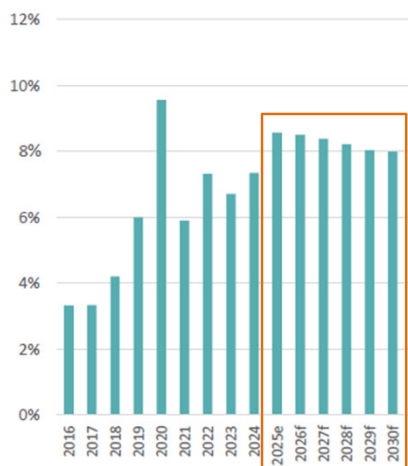
Sources: German Council of Economic Experts, Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

PMIs de la Eurozona



Sources: IMF, Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

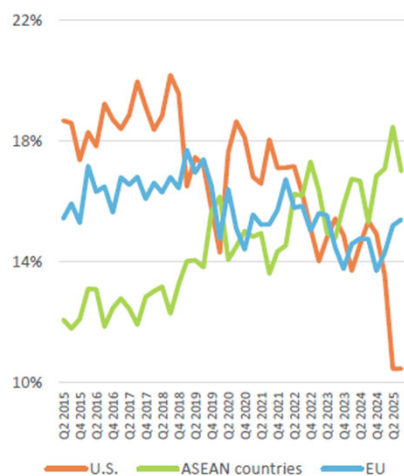
Déficit fiscal en China (en % sobre PIB) y previsiones del FMI hasta 2030



Sources: IMF, Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

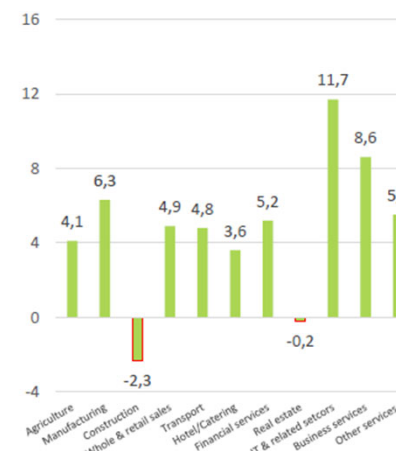
- ✓ La **expansión fiscal** por parte del gobierno chino se espera que continúe (gráf sup izq)
- ✓ La imposición de **aranceles** ha supuesto un cambio en el destino de las exportaciones chinas (gráf inf izq)
- ✓ El **sector inmobiliario** sigue drenando crecimiento a la economía china (graf inf der)

Exportaciones chinas por áreas geográficas de destino



Sources: IMF, Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

Crecimiento de los diferentes componentes del PIB chino en el 3 trimestre (intermensual, anualizado)

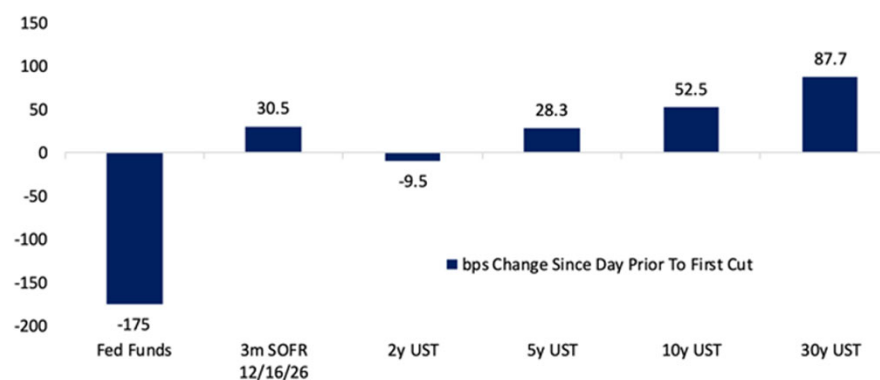


Sources: IMF, Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

FIXED INCOME	%1M	%12M
GLOBAL INVEST GRADE CORP BONDS	0,5%	10,5%
GLOBAL HIGH YIELD CORP BONDS	0,9%	10,7%
BARCLAYS WORLD GOVT INFLATION LINKED BONDS	0,0%	5,4%
MARKIT IBOXX USD TREASURIES TOTAL RETURN	-0,1%	6,2%
US GOVT BONDS 1-3 YR	0,4%	5,1%
US GOVT BONDS 1-10 YR	0,2%	6,5%
US GOVT BONDS > 10 YR	-0,7%	5,6%
US CORPORATES TOTAL RETURN	0,1%	7,7%
US HIGH YIELD CORPORATES	0,6%	8,4%
EURO GOVT BONDS	-0,2%	0,7%
EURO GOVT BONDS 1-3 YR	0,1%	2,3%
EURO GOVT BONDS 1-10 YR	-0,1%	2,3%
EURO GOVT BONDS > 10 YR	-0,5%	-3,4%
EURO INVEST GRADE CORP BONDS	-0,1%	3,1%
EURO HIGH YIELD CORP BONDS	0,4%	5,2%
SPAIN GOVT BONDS 1-10 YR	0,0%	2,5%
SPAIN GOVT BONDS > 10 YR	-0,3%	-0,7%
EMERGING MARKETS GOVT BONDS	0,3%	10,6%

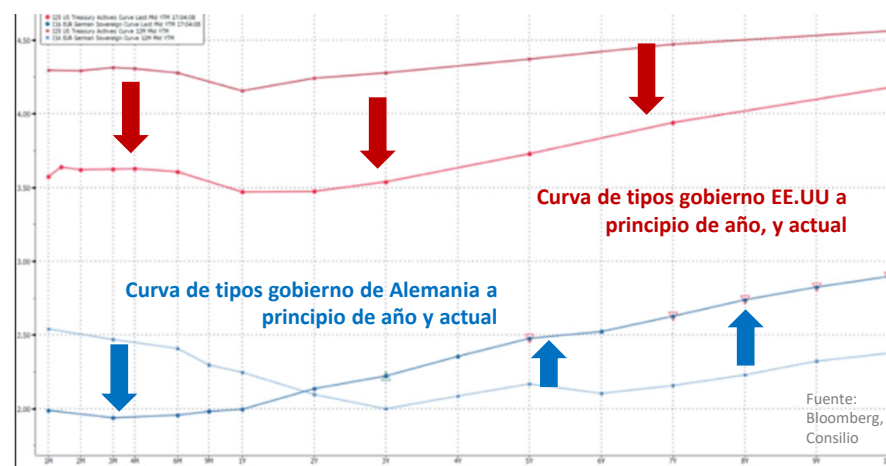
Fuente: Bloomberg, Consilio

Tipos más largos por más tiempo: a pesar de **6 bajadas de tipos** por parte de la Fed, los tipos largos americanos están hoy más altos que el nivel en el que estaban antes del primer recorte de tipos. Hoy se descuenta para el 4T de 2026 un tipo más elevado que el que se estimaba antes del primer recorte de tipos

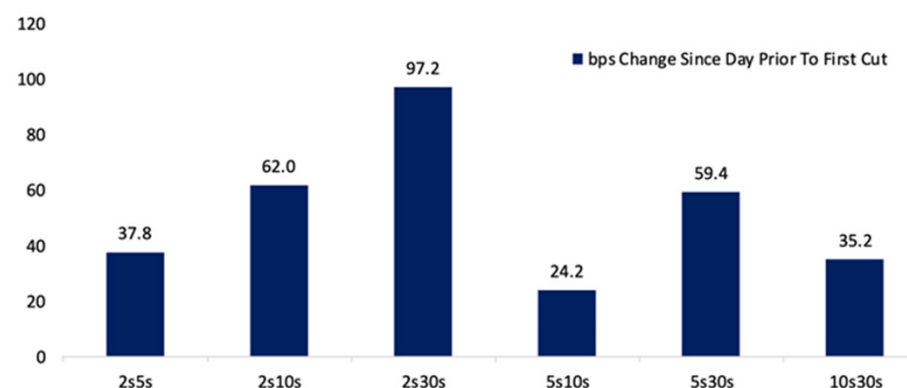


Fuente: Bespoke

En el año **2025** cayeron las *yields* en todos los tramos de la curva americana mientras que en la europea se produjo una rotación con caída de las *yields* de los plazos cortos y repunte en las *yields* de largo plazo



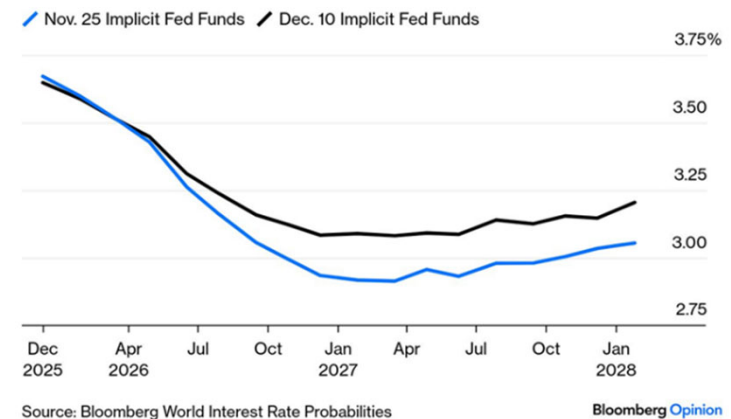
Todos los segmentos de la curva de tipos de interés se han positivizado desde que la Fed inició sus bajadas en las tasas de interés



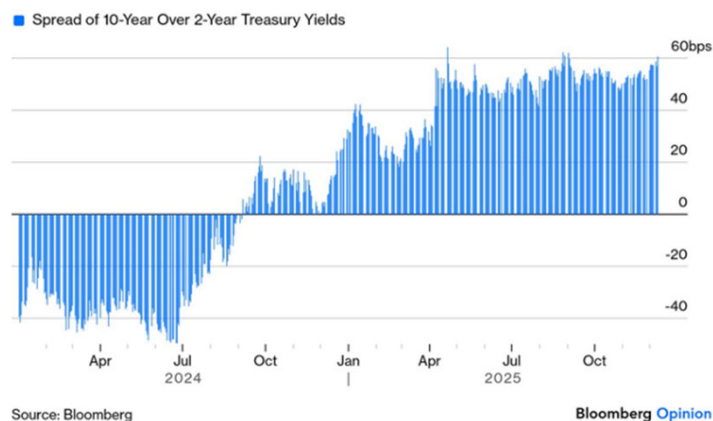
Fuente: Bespoke

- ✓ El mercado ha pasado de descontar 3 bajadas en 2026 en EE.UU. a 2 bajadas (gráf sup der)
- ✓ Con la bajada de 0,25% hasta el 3,75%, en el tipo de intervención por parte de la Fed en diciembre, el diferencial entre las tasas de interés a largo y a corto plazo se ha ampliado (gráf inf izq)
- ✓ El actual entorno con previsión de bajadas en las tasas de interés por parte de la Fed de entre el -1% y -2% se parece al de mediados de los años 90s que fue muy favorable para el crédito corporativo (graf inf der)

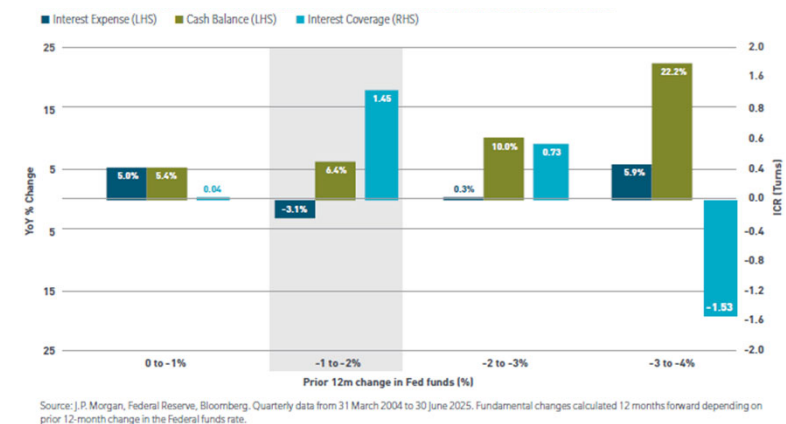
Expectativas de bajadas en las tasas de interés en EE.UU. en 2026 en noviembre y en diciembre de 2025



Diferencial entre las tasas de interés a largo y a corto plazo



Variación en los fundamentales del crédito investment grade 12 meses después de las bajadas de tipos por parte de la Fed



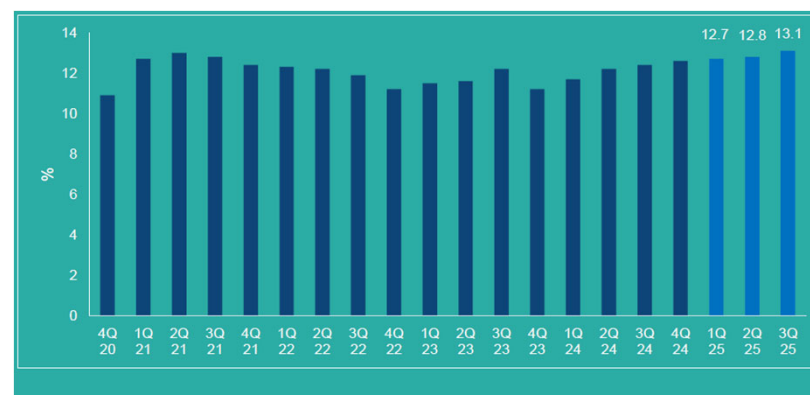
Yields de los bonos a 10 años de EE.UU., Alemania y Reino Unido



Source: Macrobond, as of 8th December 2025. Generic 10-year government bond yields. For illustrative purposes only.

Fuente: Muzinich

Crecimiento de los beneficios empresariales del S&P 500 Index

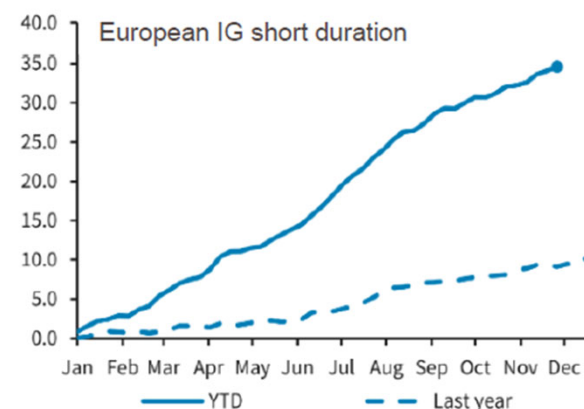


Source: FactSet Insight, as of 17th November 2025. Light blue columns to highlight 2025 data. For illustrative purposes only.

Fuente: Muzinich

- ✓ La yield de los bonos a 10 años se ha situado en un **rango que dura ya 3 años** y existen pocos catalizadores para que ese rango se abandone. En todo caso, la positividad de la curva de tipos de interés vendría por los plazos cortos ante potenciales bajadas de las tasas de intervención (gráf sup izq)
- ✓ El crecimiento de los **beneficios empresariales de los blue chips** se mantiene robusto y se espera que continúe lo que debería dar soporte a las valoraciones de los bonos *investment grade* (gráf sup der)
- ✓ En Europa, los recortes de tipos del BCE han fomentado una rotación fuera del efectivo hacia crédito de alta calidad y corta duración. Para 2026, con la inflación estabilizándose en torno al 2%, las instituciones europeas parecen cada vez más dispuestas a extender la duración, desplazándose hacia crédito con grado de inversión (IG) de **vencimientos más largos** (gráf inf der)

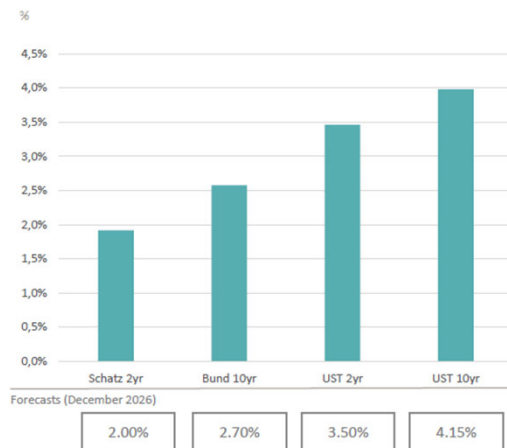
Flujos hacia bonos investment grade europeos de corta duración



Source: EPFR, Barclays calculations. European Corporate credit flows as of 28th November 2025.

Fuente: Muzinich

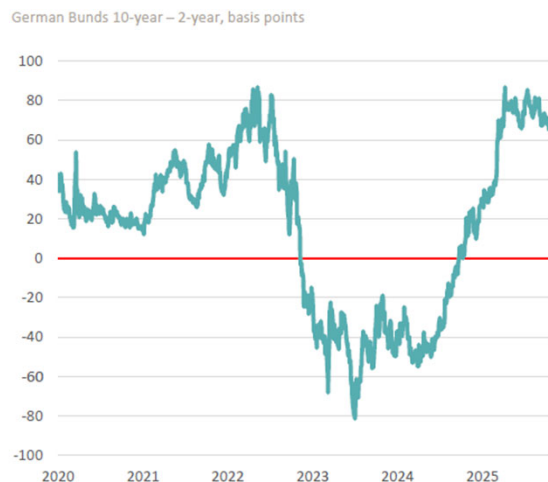
Yields actuales de la deuda pública



Sources: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 20, 2025.

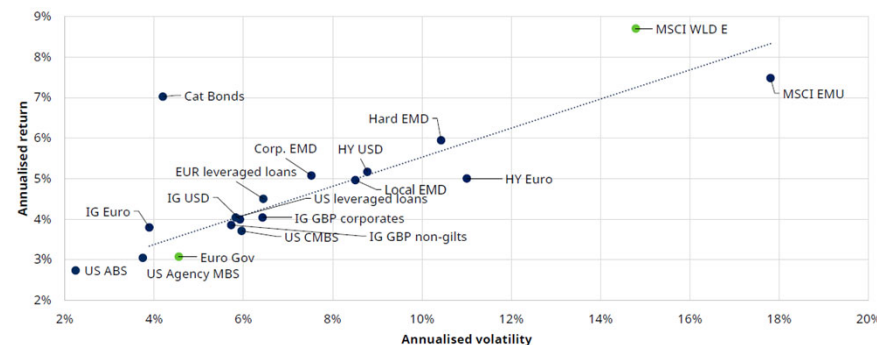
- ✓ El **actual nivel de yields** de bonos gubernamentales resulta atractivo en términos absolutos (gráf sup izq)
- ✓ La **positivización de la curva de tipos de interés** de los bonos europeos se ha reducido en los últimos meses lo que hace más atractivos los tramos cortos y medios de la curva (gráf inf izq)
- ✓ Los **bonos investment grade europeos** presentan una atractiva combinación de rentabilidad riesgo en comparación con el resto de categorías de renta fija (graf inf der)

Diferencial de yield entre el bono alemán a 2 y 10 años



Sources: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 20, 2025.

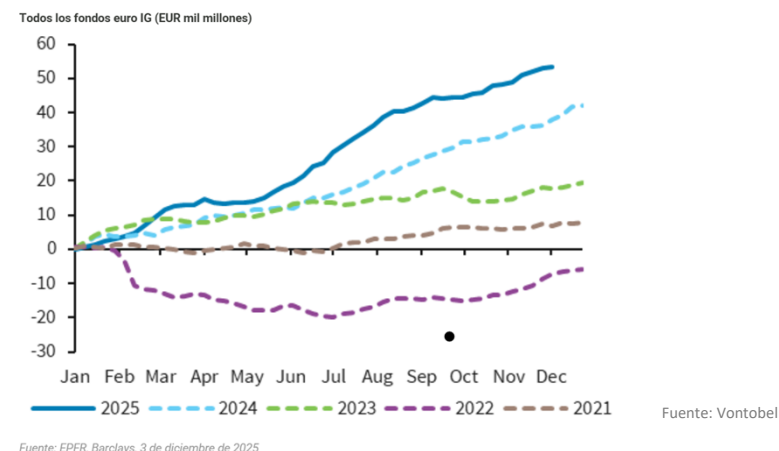
Rentabilidad riesgo de las diferentes categorías de renta fija



Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated.
Source: Schroders, LSEG Datastream, ICE Data Indices, J.P. Morgan, Barclays, Credit Suisse. Data as at 30 November 2025. Please see relevant disclaimers on page 48.
All return and volatility figures shown as EUR hedged, except EMD Local and MSCI World which are unhedged returns in EUR.

- ✓ El **crédito europeo IG** ha registrado entradas récord de 53,4 mil millones EUR en lo que va de año, lo que equivale a casi el **12 por ciento de los activos bajo gestión (AUM)** de la muestra al inicio del año. Esto convierte a 2025 en el **año más fuerte para los flujos de fondos IG europeos desde 2008**. Las *yields* relativamente elevadas han propiciado estas fuertes entradas de flujos (gráf sup der)
- ✓ Dado que **los diferenciales relativos de crédito están tan comprimidos como en 2021**, el coste de mejorar la calidad de la cartera es actualmente muy bajo, lo que ofrece una oportunidad singular para **optimizar el perfil crediticio** sin un impacto significativo en la rentabilidad (gráf inf izq)
- ✓ Desde los actuales niveles de *yield*, los **retornos esperados** de la deuda *investment grade* en euros resultan atractivos con un relativo bajo nivel de riesgo (graf inf der)

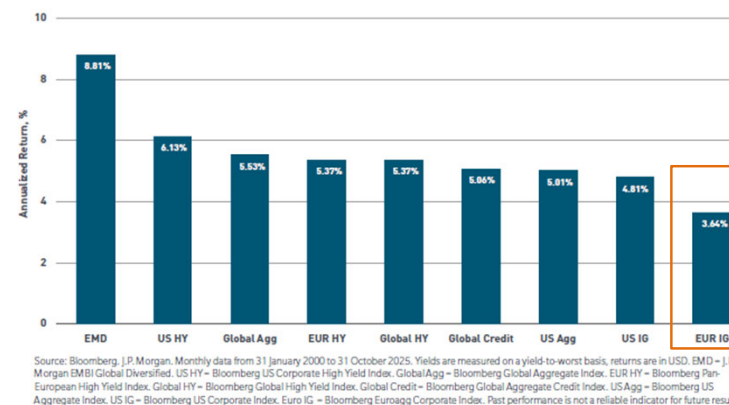
Flujos hacia los fondos investment grade europeos (en EUR bn)



Valoraciones relativas de los diferenciales de crédito *investment grade* en EE.UU.



Retornos anualizados a 5 años desde yields iniciales de partida + - 30bps desde los niveles actuales



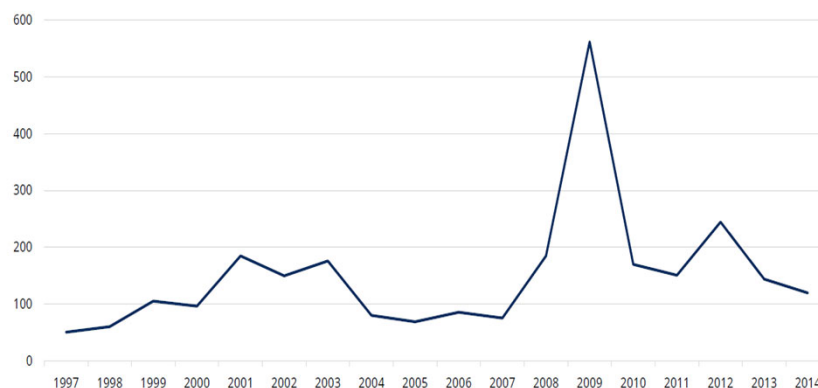
- ✓ Los **diferenciales de crédito** se sitúan en niveles mínimos de los últimos 10 años (gráf sup der)
- ✓ Incluso **cuando los diferenciales de crédito han sido estrechos** si se analiza el retorno de los inversores descontado defaults y aplicando tasa de recuperación, los retornos que han obtenido los inversores que han mantenido a vencimiento han sido positivos (gráf inf izq)
- ✓ El **diferencial de los bonos de grado de inversión** con respecto a los **bonos de gobierno** y al **tipo swap** se ha venido ampliando en los últimos años y continúa creciendo lo que implícitamente puede considerarse como un aumento del riesgo bancario o del riesgo de liquidez (graf inf der)

Diferenciales de crédito frente a los bonos gubernamentales (en puntos básicos y percentiles respecto a los 10 últimos años)



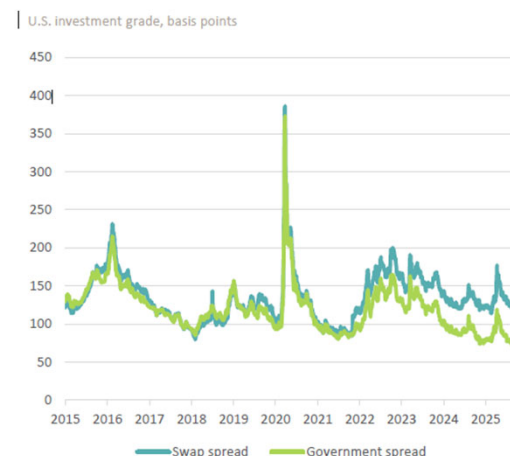
Sources: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 20, 2025.

Diferencial de crédito de los bonos de grado de inversión tras aplicar pérdidas por default con un periodo de mantenimiento de 10 años



Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated.
Source: LSEG Datastream, ICE Data Indices, Moody's Investor Services, and Schroders calculations. Data as at 30 November 2024. Calculated as credit spread minus (default rate * (1 minus recovery rate)). Analysis is based on the assumption of holding bonds until maturity. As such, defaults are based on subsequent realised defaults over a 10-year basis, on a rolling basis.

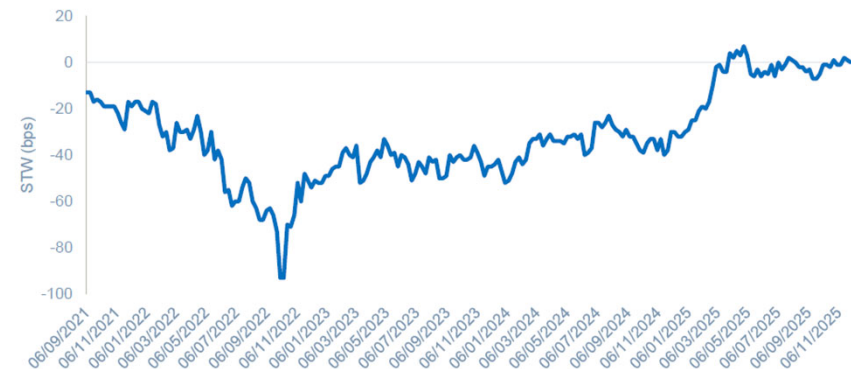
Diferencial de los bonos de grado inversión americanos frente a los bonos de gobierno y a la cotización del swap



Sources: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 20, 2025.

- ✓ Los diferenciales de la deuda de grado de inversión americanos y europeos han convergido (gráf sup der)
- ✓ Previsiblemente el coste de la cobertura en USD para un inversor en EUR se reducirá en 2026 al converger los tipos de interés de intervención entre ambas geografías (gráf inf izq)
- ✓ No obstante, a día de hoy, las emisiones en EUR ofrecen mejor yield que las emisiones en USD tras el coste de la cobertura (graf inf der)

Divergencia de diferenciales de crédito IG americanos frente a europeos



Source: ICE BofA indices, US corporate BBB rated 5y to 7y (C3A4), EUR BBB 5y to 7y (ER43), as of 1st December 2025. Indices selected represent best proxy to highlight spread performance of US and European IG 5-7 year markets. Index performance is for illustrative purposes only. You cannot invest directly in the index.

Fuente: Muzinich

Coste de cobertura en USD para un inversor en EUR

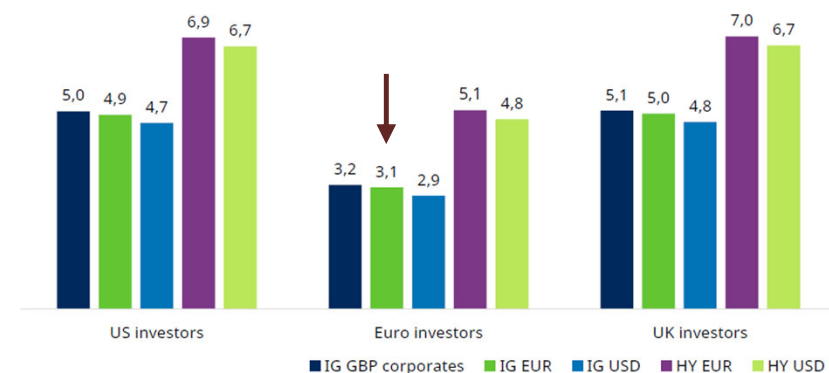


Past performance is not a reliable indicator of current or future results.

Forecasts mentioned are not a reliable indicator of future results and should not be the sole factor of consideration when selecting a product or strategy.

Source: Bloomberg as of 8th December 2025. Bloomberg USDEUR 3 Month Hedging Cost. Indices selected represent best proxy to highlight hedging costs between USD and EUR. For illustrative purposes only. Index performance is for illustrative purposes only. You cannot invest directly in the index.

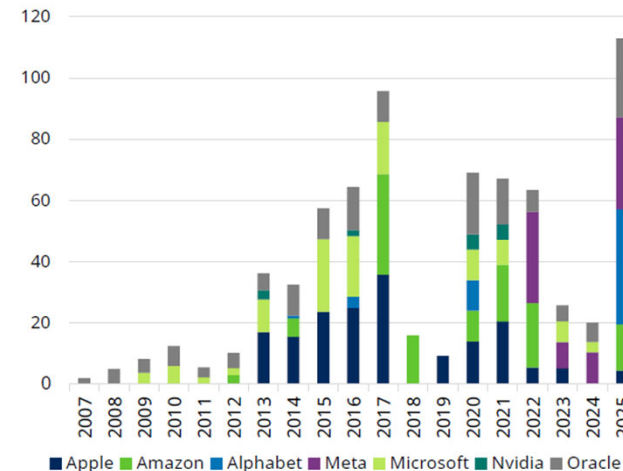
% del mercado que no presentó default cada año



Source: Schroders, LSEG Datastream, ICE Data Indices, J.P. Morgan. Data as at 30 November 2025. Please see relevant disclaimers on page 48.
(1) Hedged yield is local currency yield minus annualised 3-month FX hedging cost/return (see slide 29).

- ✓ El volumen de **emisiones de deuda con grado de inversión por parte de los *hyperscalers*** ha sido el más elevado de la serie histórica, por encima del año 2017 cuando se emitía con tipos cero o negativos (gráf sup der)
- ✓ Los emisores del sector tecnológico presentan en general niveles de endeudamiento reducidos (gráf inf izq)
- ✓ Salvo **Oracle**, el resto de *hyperscalers* mantienen niveles de deuda financiera contenidos (graf inf der)

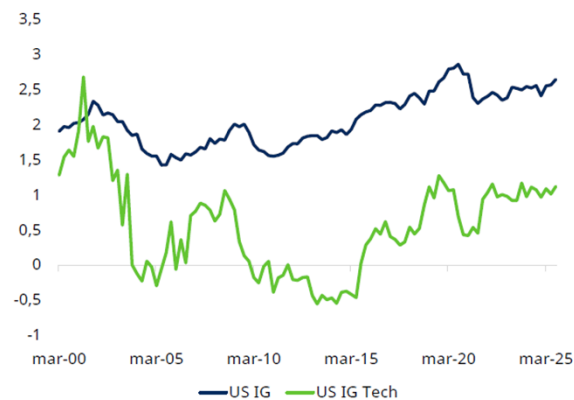
Emisiones de deuda por parte de los hyperscalers



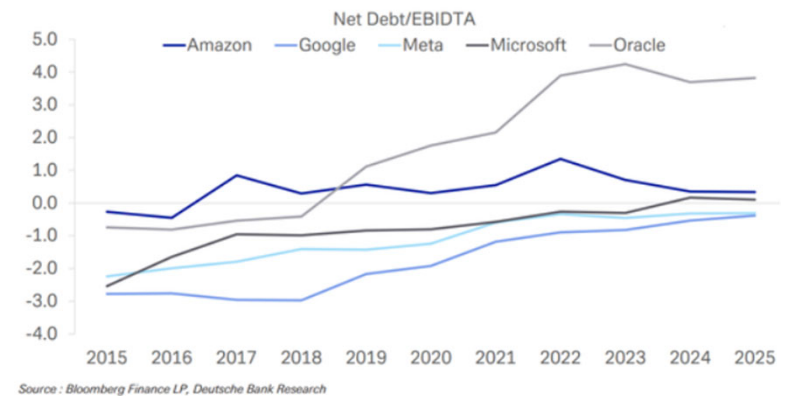
Fuente: Schroders

Source: Refinitiv Workspace. Totals include USD and non-USD corporate bonds, as well as floating rate securities. As at 10 December 2025.

Deuda neta sobre EBITDA del emisor medio en el sector tecnológico y genérico

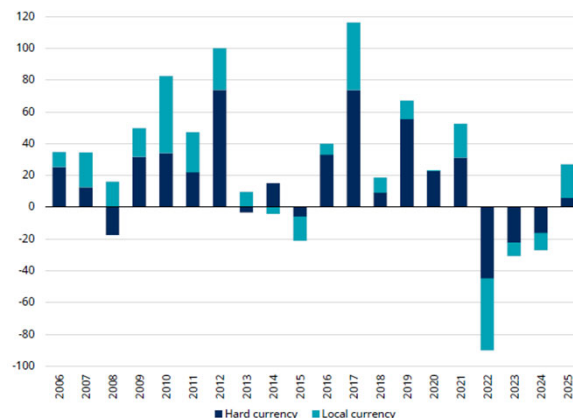


Deuda neta sobre EBITDA de los diferentes hyperscalers



Source: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

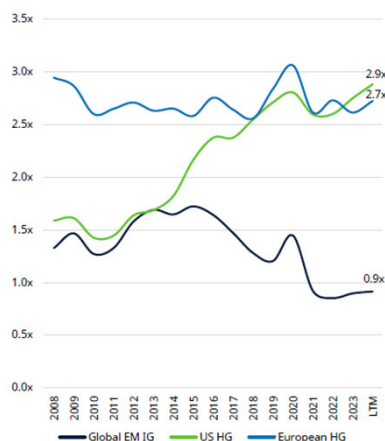
Flujos hacia deuda emergente (anual en USD bn)



Source: J.P. Morgan, Schroders, various publications – 28 November 2025.

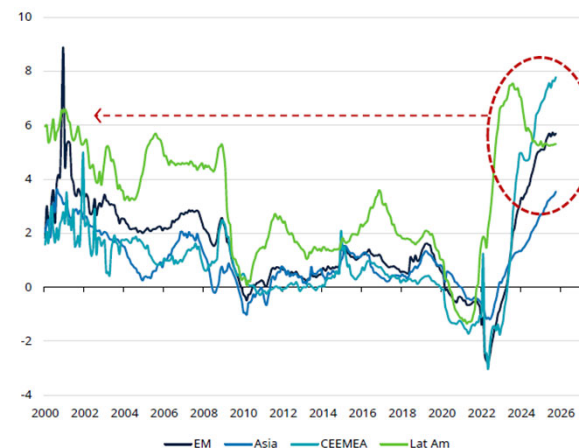
- ✓ Los **flujos** hacia deuda emergente han vuelto a ser positivos en 2026, tanto en emisiones en USD (hard currency) como en emisiones en moneda local (local currency) (gráf sup izq)
- ✓ El nivel de **apalancamiento** de las corporaciones con grado de inversión en mercados emergentes es hoy muy moderado y contrasta con el nivel de deuda de los bonos de grado especulativo (high yield) de EE.UU. y Europa (gráf inf izq)
- ✓ **Tipos de interés de intervención reales elevados** deberían permitir rebajas en las tasas de interés por parte de los bancos centrales dado el bajo nivel de inflación (graf inf der)

Apalancamiento de la deuda *investment grade* de mercados emergentes vs *high yield* en EE.UU. y en Europa



Source: J.P. Morgan, Schroders – September 2025

Tipos de intervención reales de los bancos centrales emergentes por área geográfica (tipo de intervención – exceso de inflación respecto a la esperada por el consenso a 1 año rolling)



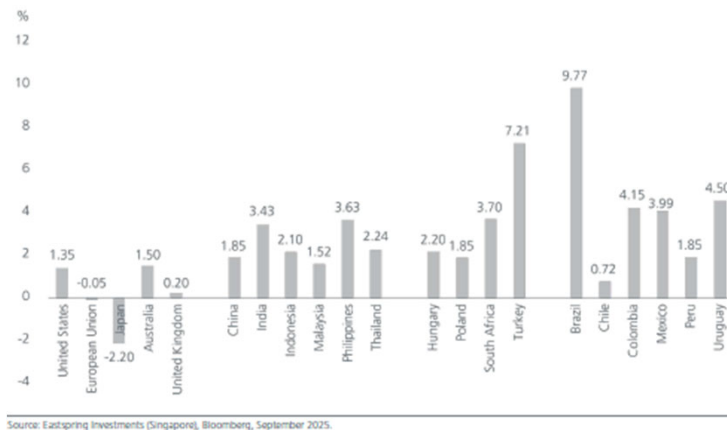
Source: Schroders Economics Group; LSEG Data & Analytics – 31 October 2025. *18 Major EMs, equal-weighted

Inflación de los diferentes países emergentes



- ✓ Los **bajos niveles de inflación en los países emergentes de Asia** permiten mayores bajadas en las tasas de interés por parte de los bancos centrales (graf sup izq)
- ✓ Los **elevados tipos de interés reales** deberían asimismo permitir bajadas en las tasas de interés (gráfico superior derecho)
- ✓ Las **yields nominales de los bonos emergentes** se sitúan en niveles atractivos (gráf inf izq)

Tipos de interés reales en diferentes países



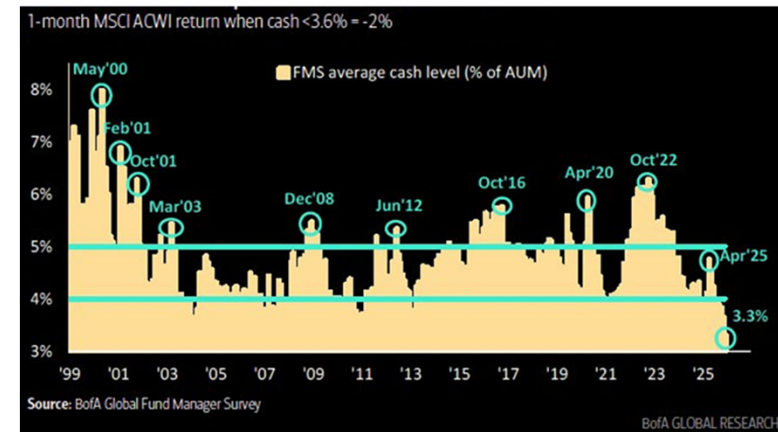
Yield de los bonos en mercados emergentes



EQUITIES	%1M	%12M
MSCI WORLD	0,8%	18,1%
MSCI WORLD VALUE	2,1%	18,5%
MSCI WORLD GROWTH	-0,1%	20,6%
S&P500	0,3%	18,1%
DOW JONES INDUSTRIAL	1,3%	15,3%
NASDAQ 100	-1,1%	21,2%
RUSSELL 2000	0,8%	12,7%
RUSSELL 1000 VALUE	1,4%	16,1%
RUSSELL 1000 GROWTH	-0,7%	18,1%
STOXX 600	2,9%	19,8%
EUROSTOXX 50	1,9%	20,6%
DAX 30	3,3%	22,3%
IBEX 35	5,2%	54,2%
MSCI EUROPE VALUE	3,0%	25,2%
MSCI EUROPE GROWTH	2,4%	6,5%
TOPIX	1,4%	22,4%
SHANGAI SHENZEN CSI 300	1,0%	22,6%
MSCI EMERGING MARKETS	2,5%	34,0%
MSCI ASIA ex JAPAN	2,2%	33,0%
MSCI LATAM	0,0%	54,1%
MSCI FRONTIER MARKETS	4,2%	45,9%

Fuente: Bloomberg, Consilio

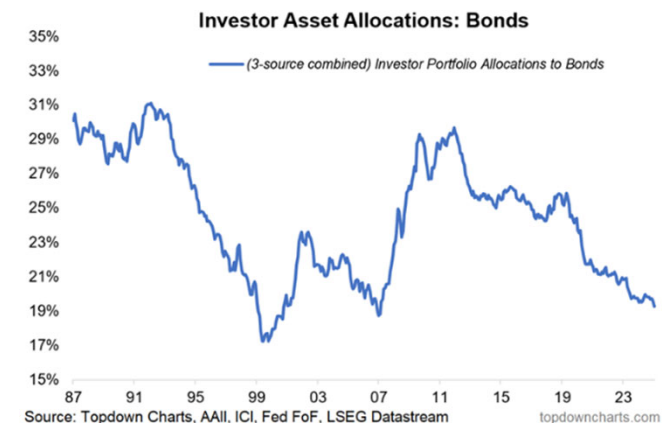
Los niveles de efectivo de los gestores de fondos han caído a un **mínimo histórico del 3,3%** en diciembre



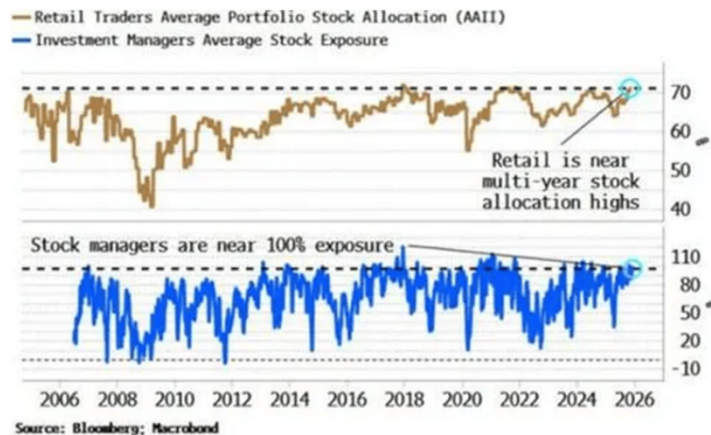
El sentimiento inversor de los gestores de fondos ha subido al nivel más alcista desde **julio de 2021**.



Los inversores minoristas americanos asignan su menor proporción a **bonos** desde **2007**



Tanto los inversores **minoristas** como **institucionales** se sitúan en posiciones largas compradoras de renta variable



Históricamente, cuando los inversores **minoristas** y **profesionales** han mantenido posiciones largas tan elevadas como las actuales, el S&P 500 ha tendido a mostrar un rendimiento inferior durante los siguientes 1-3 meses. Sin embargo, en periodos posteriores, el índice suele recuperarse, alcanzando niveles superiores o alineados con su promedio histórico

Source: Bloomberg; Macrobond

S&P Forward Return	When Retail & Professional Investors Are Longer Than They Are Today	Overall Average (From 2006)
1m	0.7%	0.8%
3m	2.1%	2.5%
6m	5.2%	4.9%
12m	9.5%	9.7%

El rendimiento acumulado del S&P 500 en periodos de **36 meses** se encuentra actualmente en niveles históricamente elevados, lo que sugiere un nivel significativo de **sobrecompra**



Históricamente, estas condiciones de **sobrecompra** han precedido a rendimientos futuros bajos o incluso negativos 1 año después

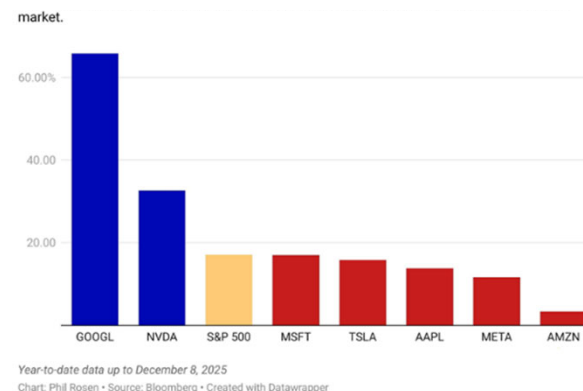


El Nasdaq Composite registró un rendimiento del **+87,7%** al 31 de octubre de 2025 en un **horizonte de dos años**, situándose entre una desviación estándar (+66,2%) y dos desviaciones estándar (+102,7%) por encima de la media de largo plazo (+29,6%) lo que ha solido ser una señal de potenciales correcciones



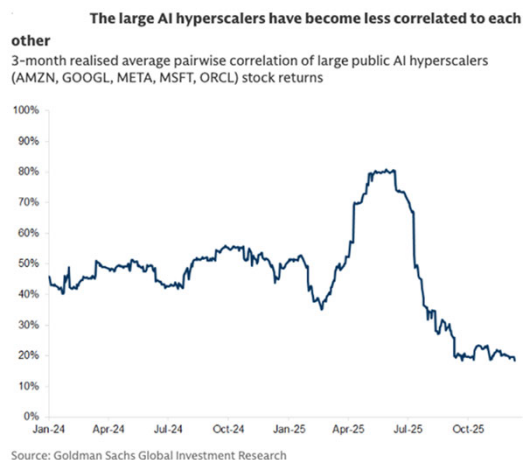
Fuente:
Datatrek
Research

Solo **2 de las acciones del grupo “Magnificent 7”** han superado al S&P 500 en 2025. A pesar de las advertencias sobre el riesgo de concentración, el índice alcanza máximos históricos incluso cuando las grandes tecnológicas pierden impulso



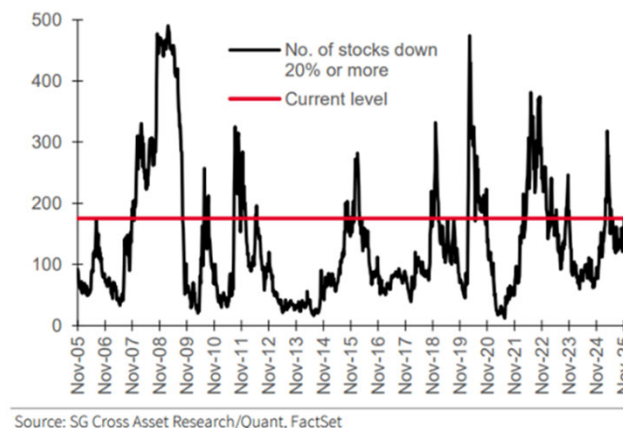
Year-to-date data up to December 8, 2025
Chart: Phil Rosen • Source: Bloomberg • Created with Datawrapper

De hecho, la correlación promedio del precio de las acciones entre los principales hyperscalers públicos de IA ha caído del **80%** en junio al **20%** en la actualidad.



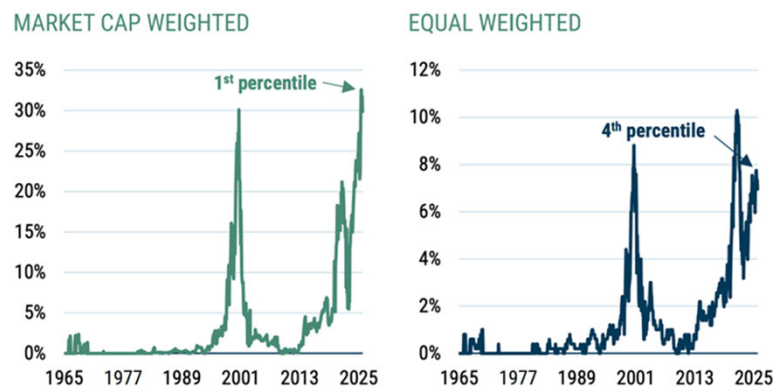
Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Más de un **35%** de las acciones del S&P 500 Index están en mercado bajista (caída desde máximos del -20% o más). Además, la diferencia entre el retorno medio y la mediana está creciendo mostrando la dispersión de retornos



Source: SG Cross Asset Research/Quant, FactSet

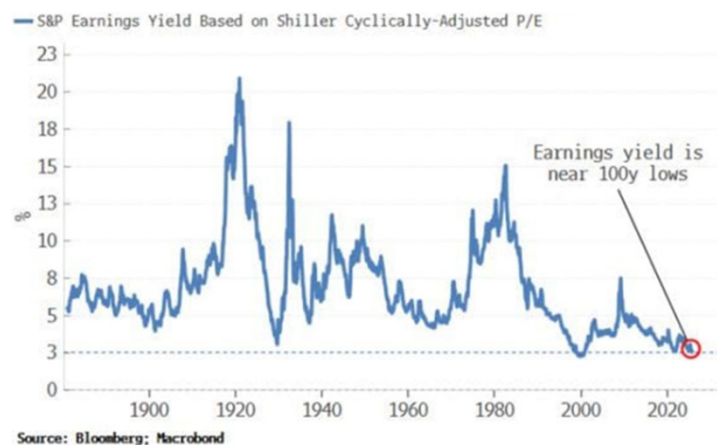
Rentabilidad del S&P 500 en períodos de 36 meses



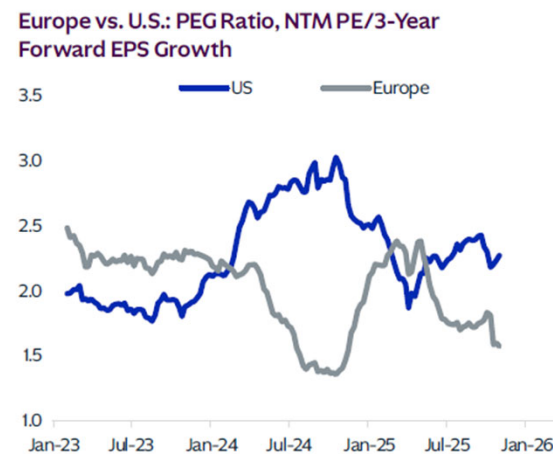
As of 10/31/2025 | Source: GMO

- ✓ El **30%** de la capitalización bursátil de EE.UU. con una relación Precio/Ventas superior a **10x** se encuentra en un nivel extremo. Actualmente, el **8%** de todas las acciones estadounidenses cotizan por encima de **10x ventas**, acercándose al pico del año 2000 y no muy lejos de la burbuja de crecimiento de 2020 (graf sup izq)
- ✓ Las acciones en EE. UU. siguen estando históricamente muy sobrevaloradas. La rentabilidad por beneficios (*earnings yield*) acaba de caer por debajo de un nivel que solo se ha alcanzado una vez en más de **100** años de historia (gráfico inferior izquierdo)
- ✓ Incluso después de ajustar por el **crecimiento esperado**, los mercados públicos europeos siguen ofreciendo una mejor valoración que los de EE. UU. (gráf inf izq)

Earnings yield del la bolsa americana basado en el CAPE de Shiller

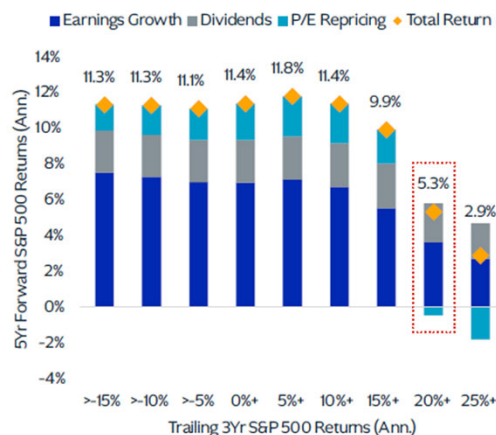


PEG de Europa vs. EE.UU. (PER fwd12m ajustado por el crecimiento estimado a 3 años)



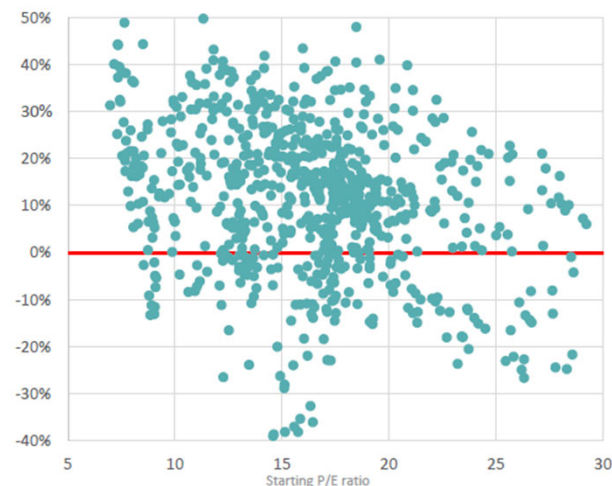
Data as at November 18, 2025. Source: Bloomberg, KKR Global Macro & Asset Allocation analysis.

Rentabilidad anualizada del S&P 500 en los últimos 3 años y rentabilidad anualizada de los siguientes 5 años



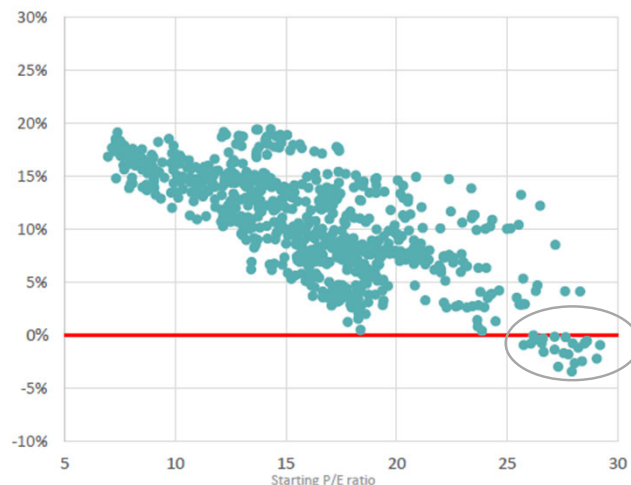
Data as at October 31, 2025. Source: Bloomberg, KKR Global Macro & Asset Allocation analysis.

Valoración y retornos en los siguientes 12 meses



Sources: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

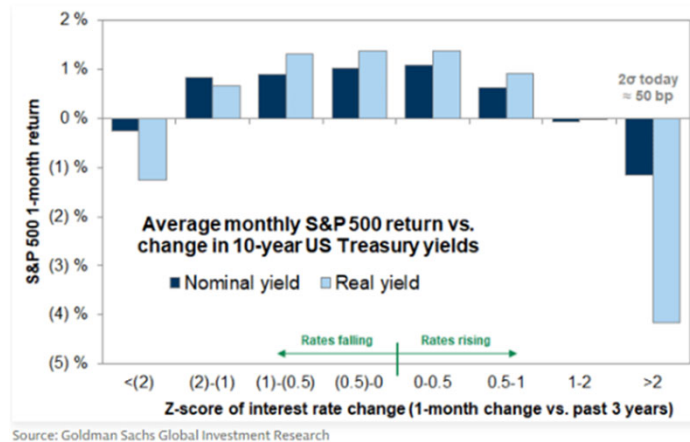
Valoración y retornos en los siguientes 10 años



Sources: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

- ✓ Los elevados rendimientos del S&P 500 en una serie de 3 años suelen preceder a retornos futuros más bajos en la renta variable en los siguientes **5 años** (graf sup izq)
- ✓ A corto plazo (**1 año**) las valoraciones excesivas no tienen un impacto condicionante de la rentabilidad (gráfico superior derecho)
- ✓ A largo plazo (**10 años**) las valoraciones elevadas ofrecen históricamente retornos pobres o negativos (gráf inf izq)

Rentabilidad del S&P 500 vs. variaciones en la *yield* del bono a 10 años americano



Correlación de las bolsas de diferentes geografías con los bonos del Tesoro americano

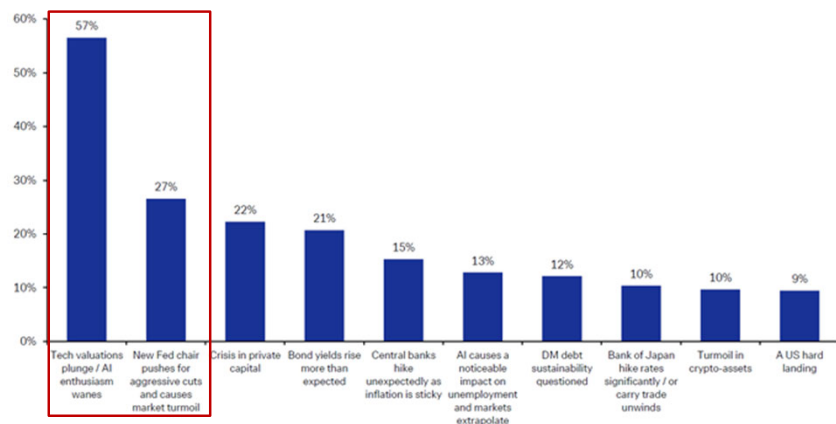


- ✓ El **rendimiento del bono a 10 años** del Tesoro americano ha subido rápidamente del 3,9% al **4,2%**. Históricamente, la renta variable suele enfrentar dificultades cuando las tasas de interés aumentan de forma brusca (gráf sup izq)
- ✓ En el nuevo régimen de tipos más elevados por más tiempo, KKR estima que **la correlación entre bonos y acciones será positiva** por lo que el reciente repunte en las *yields* (caída en el precio de los bonos) debería traducirse en caídas en los precios de las acciones (gráf sup der)
- ✓ Pero, de momento, las acciones no se han visto impactadas por la subida en las *yields* (gráf inf der)

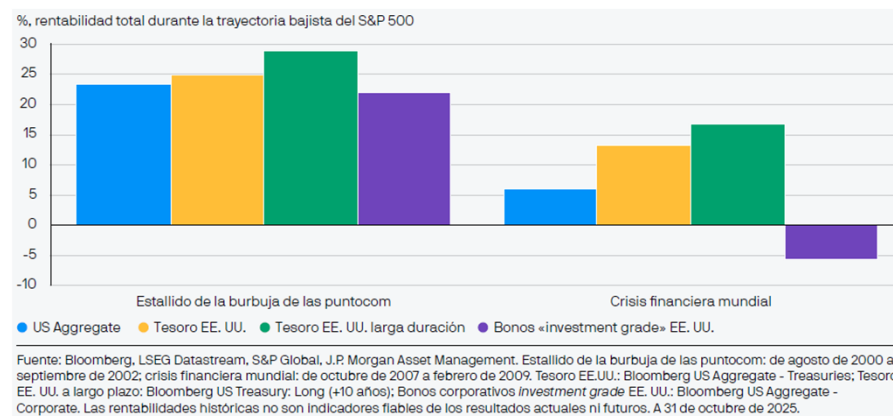
Evolución del S&P 500 y de la *yield* de los bonos del Tesoro americano a 10 años (invertida)



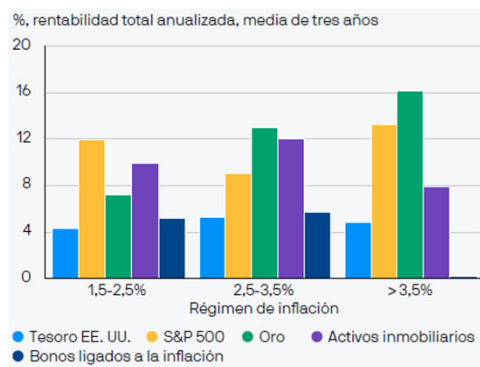
¿Cuál es el principal riesgo para las acciones en 2026?



Rentabilidad total de los bonos durante las trayectorias bajistas del S&P 500 (%)



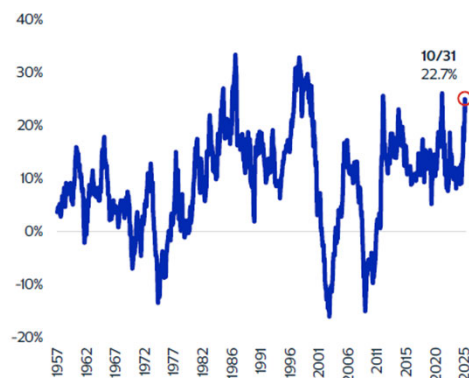
Rentabilidad total anualizada, media de 3 años bajo diferentes regímenes de inflación



Fuente: Bloomberg, Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU., LSEG Datastream, NCREIF, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Inflación: IPC general; Tesoro EE. UU.: Bloomberg US Aggregate - Treasury; Activos inmobiliarios: NCREIF National Property Index; Bonos ligados a la inflación: Bloomberg US TIPS. Los regímenes de inflación se definen a partir del crecimiento anualizado del IPC a tres años y dejan fuera los periodos de desinflación. Los datos sobre rentabilidad comienzan en 1976, excepto en el caso de los bonos ligados a la inflación, que comienzan en 1997. Las rentabilidades históricas no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. A 31 de octubre de 2025.

- ✓ Un **57%** de los inversores institucionales consideran que el principal riesgo para las bolsas son las valoraciones de las compañías ligadas a **IA** y un posible pinchazo de la burbuja. El segundo riesgo con un **27%** de los inversores señalándolo, es que un presidente de la Fed actúe de forma no independiente aplicando agresivas bajadas en las tasas de interés y los efectos inflacionistas que ello podría llevar aparejado creando turbulencias en los mercados financieros (gráf sup izq)
- ✓ Ante el riesgo de **caídas de las acciones tecnológicas**, los **bonos** se posicionan como el activo que más se vería favorecido (gráf sup der)
- ✓ Ante el riesgo de una **inflación más elevada** de lo esperado, los **activos reales** y el **oro** serían los principales activos beneficiados (gráf inf izq)

Retornos del S&P 500 Rolling 36 meses anualizados



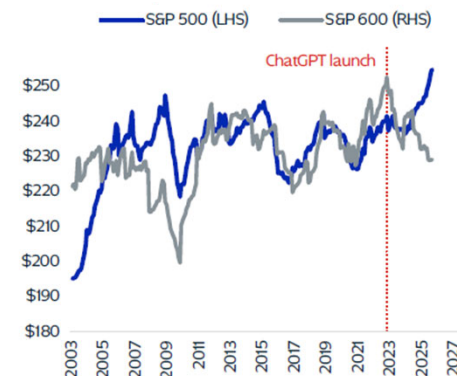
Data as at October 31, 2025. Source: KKR Global Macro & Asset Allocation analysis.

Estimaciones de Wall Street para el S&P 500 en 2026



Source: Research reports

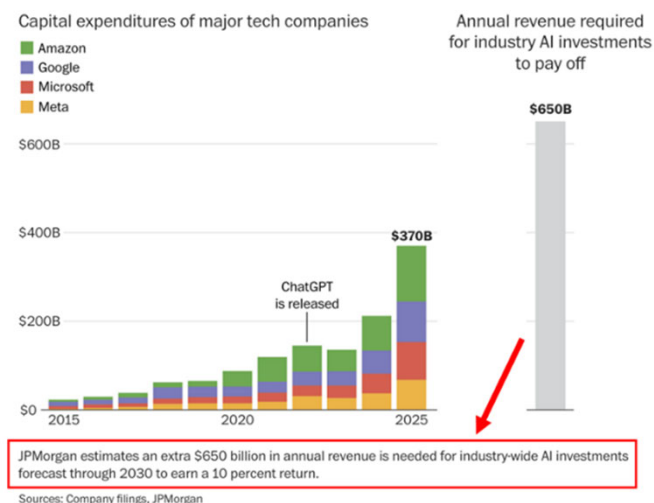
Ganancias de eficiencia de las compañías de gran capitalización frente a las de pequeña capitalización (ingresos reales por empleado)



Data as at September 30, 2025. Source: Wells Fargo Securities, FactSet.

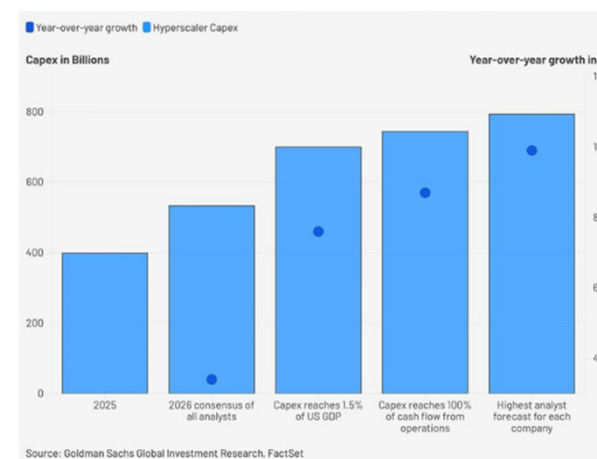
- ✓ Los rendimientos acumulados a tres años por la bolsa americana se encuentran bastante elevados. Sin embargo, los periodos de auge en la productividad suelen impulsar retornos extraordinarios en los mercados de renta variable durante más tiempo del que anticipa el consenso (graf sup izq)
- ✓ Desde el lanzamiento de ChatGPT en 2022, los ingresos ajustados por inflación por trabajador del S&P 500 (un indicador de eficiencia) han aumentado un 5,5% tras 20 años de crecimiento nulo. En contraste, el S&P 600 muestra exactamente la tendencia opuesta (gráfico superior derecho)
- ✓ La previsión más optimista de los bancos de Wall Street para el S&P 500 en 2026 apunta a un repunte del **17%** desde los niveles actuales. La previsión más conservadora, proyecta un incremento aproximado del **4%** (gráf inf izq)

Ingresos necesarios de los hyperscalers para justificar crecimientos del 10% anual

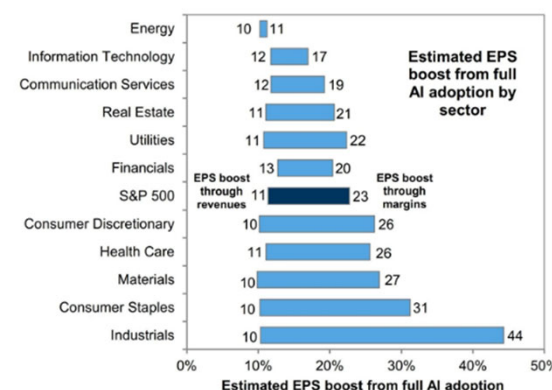


- ✓ Se estima que para poder ofrecer retornos del **10% anual** durante los próximos **5 años**, los *hyperscalers* deberán generar **\$650bn** en ingresos adicionales a los que ya generan, teniendo en cuenta las inversiones de \$370bn en IA en 2025 y las inversiones que están por venir (gráf sup izq)
- ✓ El consenso de Wall Street proyecta que los *hyperscalers* aumentarán el gasto en capital (capex) un 34% en 2026. Sin embargo, subestimaron el crecimiento del capex de un 35% en 2024 y un 46% en 2025, lo que sugiere que podrían estar subestimando nuevamente. El **rango de estimaciones** es muy amplio como se puede ver en el gráfico superior derecho
- ✓ Goldman Sachs estima que la variación sectorial en el impulso potencial de beneficios por adopción de IA será significativa, y señala que el **sector industrial** (Industrials) podría experimentar el mayor incremento (gráf inf der)

Amplio rango de estimaciones sobre la inversión proyectada (Capex) por los hyperscalers

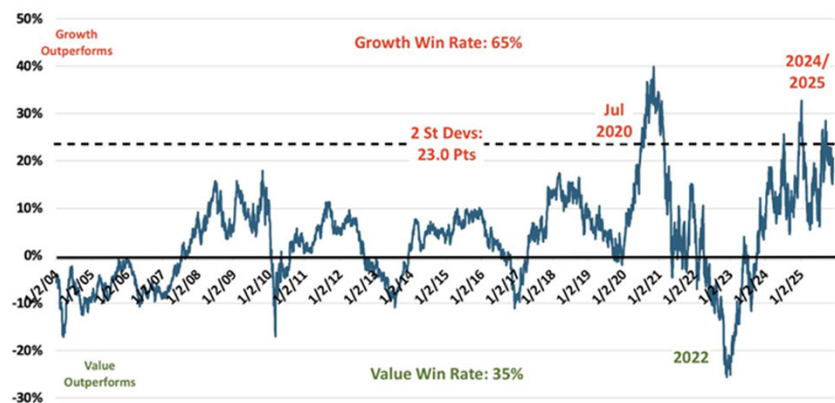


Estimaciones de impulso al Beneficio por Acción por los diferentes sectores en caso de adopción completa de la IA



Source: Revelio, Company filings, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

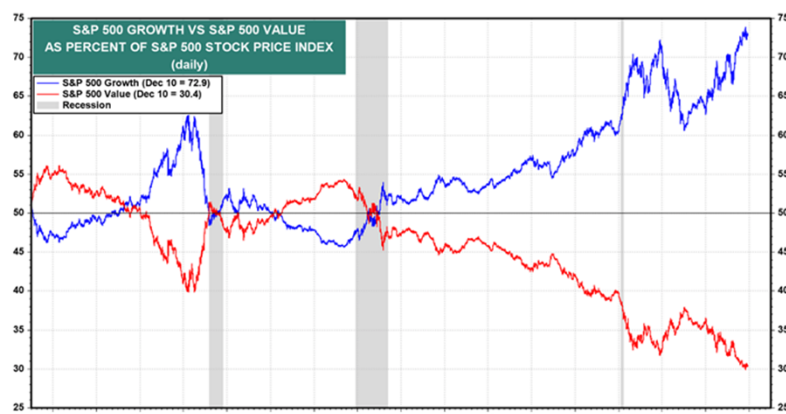
Rentabilidad relativa de las acciones de gran capitalización *growth* vs. *value* en períodos de 1 año desde 2004 hasta hoy



Fuente: Data Trek Research

- ✓ La longitud e intensidad del exceso de rentabilidad de *growth* sobre *value* en las acciones americanas de gran capitalización es estadísticamente muy significativo, cerca de las **2 desviaciones estándar** (graf sup izq)
- ✓ Estamos en (o cerca de) el ciclo más extremo de crecimiento frente a valor en la historia moderna en bolsa americana. En términos relativos, el crecimiento es ahora más caro frente al valor que en cualquier momento de los últimos **30 años**, incluida la burbuja tecnológica (gráfico inferior izquierdo)
- ✓ En **bolsa europea**, sin embargo el comportamiento de *value* ha sido muy superior al de *growth* por lo que cabe inferirse que el fenómeno de la bolsa americana se debe a la excepcionalidad de las 7 grandes megacap tecnológicas (gráf inf izq)

Rentabilidad de las acciones *growth* vs. *value* en relación con el S&P 500 (datos diarios)



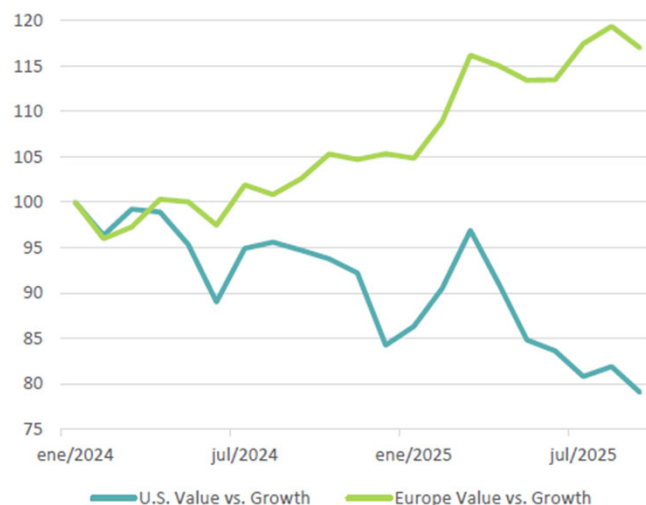
Source: LSEG Datastream and © Yardeni Research. Standard & Poor's.

Rentabilidad total del índice *value* vs. *growth* en Europa y en EE.UU. (base 100 en 20023)



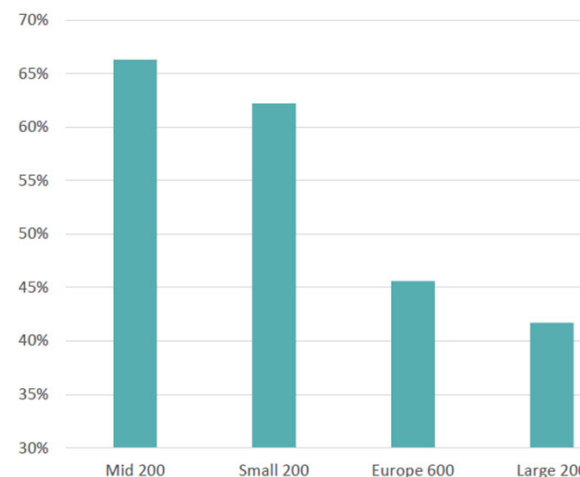
Source: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

Rentabilidad relativa del MSCI US & EU Value/Growth índices, indexed 1/1/24



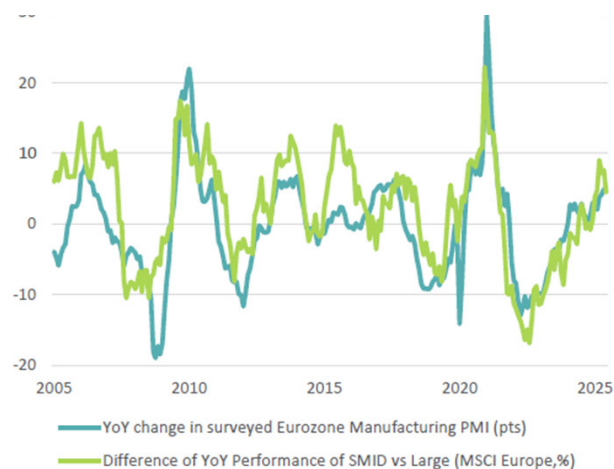
Sources: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

Ventas en Europa por capitalización (%)



Sources: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

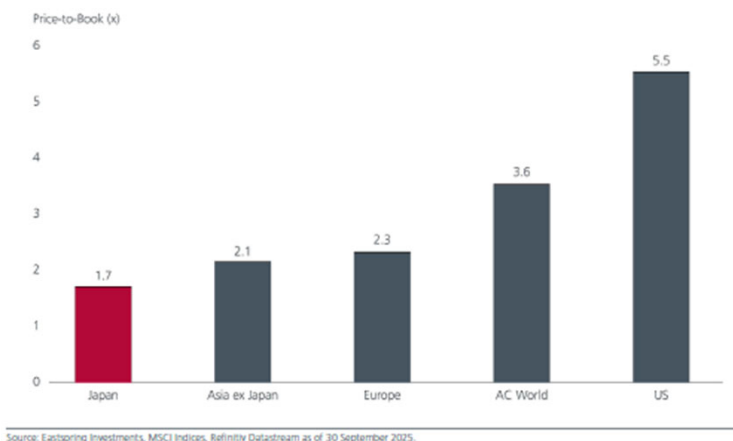
Variación interanual (%) en el PMI de manufacturas europeo y diferencia de retornos interanuales (%) entre pequeñas y grandes compañías del MSCI Europe



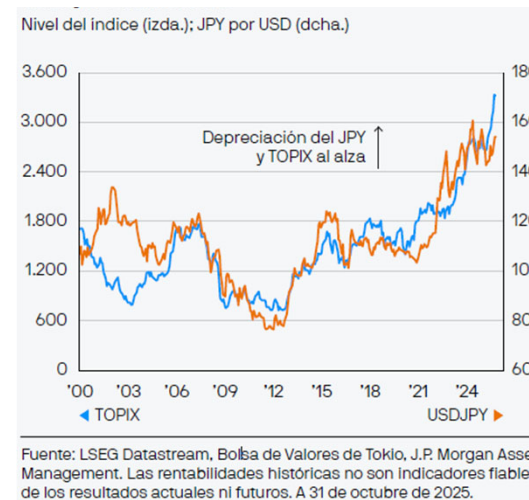
Sources: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH as of November 3, 2025.

- ✓ A diferencia de EE.UU. donde las grandes megacap tecnológicas han impulsado a *growth* frente a *value*, Europa capitaliza el mejor comportamiento de *value* vs. *growth* (gráf sup izq)
- ✓ Las pequeñas compañías europeas están mucho más expuestas al mercado doméstico que las grandes corporaciones lo que en un escenario de potencial apreciación del euro, debería favorecerles por tener una menor proporción de sus ventas orientadas a la exportación (gráf sup der)
- ✓ Además, su comportamiento es más cíclico, siendo **más sensibles** a la evolución de la economía europea (gráf inf izq)

Valoración de las acciones globales según su Precio/Valor en libros

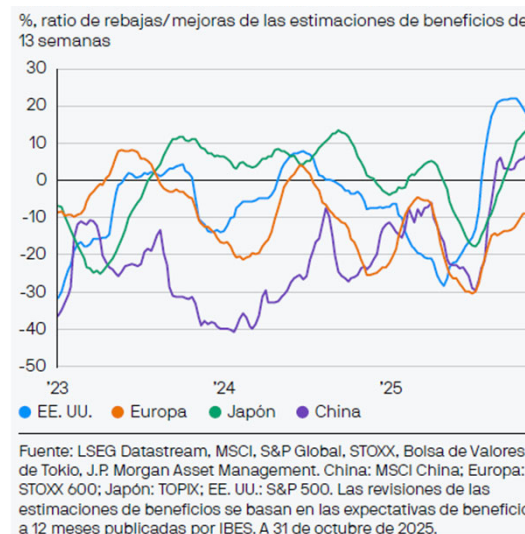


Correlación bolsa japonesa y Yen/USD



- ✓ **Japón** aparece atractivamente valorado respecto al resto de mercados globales (gráf sup izq)
- ✓ La **rentabilidad de la bolsa japonesa** suele correlacionarse negativamente con el Yen ya que un **40%** de los ingresos del índice Topix provienen de las exportaciones pero el riesgo abierto en divisa sirve de *hedging* natural (gráf sup der)
- ✓ **Revisiones de estimaciones de beneficios al alza, valoraciones aún contenidas, mejora** de la **retribución** a los accionistas y **políticas fiscales expansivas** deberían seguir favoreciendo a la bolsa nipona (gráf inf der)

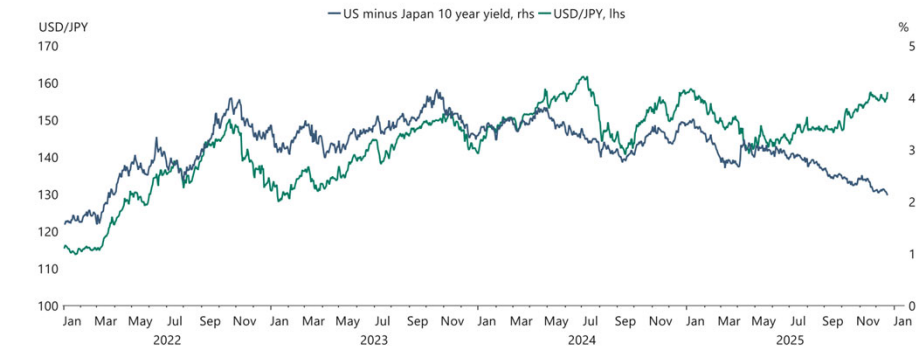
Ratios de revisión de las estimaciones de beneficios



WORLD EQUITY RATIOS																				
01-ene-26		LAST	EPS				GROWTH			MOMENTUM			VALUATION					PERFORMANCE		
			Actual	EPSfw12	EPS25	EPS26	EPS24	EPS25	EPS26	%EPS 4Week	%EPS 6Month	RSI	PE Hoy	PEfw12	PE26	PE27	YIELD	%YTD	%3YR ANN.	VOL
MSCI WORLD	MXWO Index	4.430	196,3	197,2	221,7	248,3	0,4%	12,4%	12,0%	0,1%	3,1%	53	22,6x	20,0x	20,0x	17,8x	1,6%	0,0%	22%	15%
S&P500	SPX Index	6.846	269,3	273,1	310,3	352,5	1,4%	13,6%	13,6%	0,2%	3,3%	51	25,4x	22,1x	22,1x	19,4x	1,2%	0,0%	23%	19%
DOW JONES	INDU Index	48.063	2104,9	2003,6	2235,4	2535,6	-4,8%	11,6%	13,4%	-1,6%	-1,0%	52	22,8x	21,5x	21,5x	19,0x	1,5%	0,0%	15%	17%
NASDAQ100	NDX Index	25.250	780,0	819,4	989,9	1138,5	5,1%	20,8%	15,0%	-0,5%	6,5%	48	32,4x	25,5x	25,5x	22,2x	0,7%	0,0%	33%	24%
RUSSELL2000	RTY Index	2.482	69,3	70,0	109,7	139,8	1,0%	56,7%	27,5%	-4,6%	-15,0%	46	35,8x	22,6x	22,6x	17,8x	2,0%	0,0%	14%	24%
STOXX600	SXXP Index	592	35,8	35,7	39,1	43,5	-0,5%	9,7%	11,1%	0,0%	0,1%	70	16,5x	15,1x	15,1x	13,6x	3,0%	0,0%	16%	14%
EUROSTOXX50	SX5E Index	5.791	331,2	331,5	363,0	402,4	0,1%	9,5%	10,9%	0,3%	-1,3%	62	17,5x	16,0x	16,0x	14,4x	2,8%	0,0%	19%	17%
IBEX35	IBEX Index	17.308	1176,6	1178,1	1243,0	1333,7	0,1%	5,5%	7,3%	0,6%	4,9%	73	14,7x	13,9x	13,9x	13,0x	3,5%	0,0%	34%	16%
FTSE100	UKX Index	9.931	669,3	685,0	743,1	838,4	2,4%	8,5%	12,8%	0,1%	4,5%	65	14,8x	13,4x	13,4x	11,8x	3,2%	0,0%	14%	12%
DAX30	DAX Index	24.490	1388,6	1357,8	1563,2	1775,8	-2,2%	15,1%	13,6%	-0,3%	-4,4%	64	17,6x	15,7x	15,7x	13,8x	2,5%	0,0%	21%	18%
TOPIX	TPX Index	3.409	190,6	190,8	210,3	229,4	0,1%	10,2%	9,1%	-0,1%	10,6%	56	17,9x	16,2x	16,2x	14,9x	2,2%	0,0%	25%	20%
EMERGING MARKETS	MXEF Index	1.404	87,2	89,7	105,9	120,4	2,8%	18,0%	13,7%	0,9%	-1,2%	62	16,1x	13,3x	13,3x	11,7x	2,4%	0,0%	17%	16%
ASIA PACIFIC ex Japan	MXAPJ Index	722	41,8	42,2	49,6	56,2	1,1%	17,5%	13,3%	1,1%	-1,7%	61	17,3x	14,6x	14,6x	12,8x	2,3%	0,0%	16%	17%
BRASIL	IBOV Index	161.125	13837,9	16633,1	17730,3	20570,5	20,2%	6,6%	16,0%	4,9%	2,9%	59	11,6x	9,1x	9,1x	7,8x	6,0%	0,0%	14%	16%
CHINA	SHCOMP Index	3.969	221,6	257,7	287,1	na	16,3%	11,4%	na	0,4%	-1,0%	62	17,9x	13,8x	13,8x	na	2,6%	0,0%	12%	14%
INDIA	SENSEX Index	85.189	3997,0	3519,3	4052,9	4657,0	-12,0%	15,2%	14,9%	-11,7%	-4,3%	54	21,3x	21,0x	21,0x	18,3x	1,4%	0,0%	13%	12%
FRONTIER MARKETS	MXFM Index	754	60,3	61,7	82,1	80,6	2,3%	33,0%	-1,9%	0,2%	-0,3%	71	12,5x	9,2x	9,2x	9,4x	4,6%	0,0%	22%	10%
EU Banks	SX7P Index	355	32,1	31,8	34,3	36,9	-1,0%	7,9%	7,7%	0,2%	5,0%	72	11,1x	10,4x	10,4x	9,6x	4,4%	0,0%	45%	23%
EU Energy	SXEP Index	405	31,8	33,0	33,2	37,0	3,9%	0,4%	11,6%	0,3%	5,8%	56	12,7x	12,2x	12,2x	10,9x	4,3%	0,0%	11%	19%
EU Utilities	SX6P Index	490	31,4	32,5	34,8	37,4	3,6%	7,0%	7,4%	-0,4%	0,2%	62	15,6x	14,1x	14,1x	13,1x	4,2%	0,0%	16%	15%
EU Telecoms	SXKP Index	256	15,0	15,8	17,8	19,4	5,1%	12,9%	9,3%	2,1%	1,4%	66	17,1x	14,4x	14,4x	13,2x	4,2%	0,0%	16%	15%
EU Health	SXDP Index	1.142	66,3	65,8	69,4	76,0	-0,7%	5,4%	9,5%	-0,5%	-1,6%	63	17,2x	16,5x	16,5x	15,0x	2,3%	0,0%	7%	18%
EU Tech	SX8P Index	837	29,0	30,8	34,5	40,4	6,5%	11,9%	17,1%	0,0%	4,7%	52	28,9x	24,2x	24,2x	20,7x	1,1%	0,0%	14%	22%
EU Industrials	SXNP Index	1.068	43,5	43,3	49,3	56,0	-0,4%	14,0%	13,6%	0,3%	-2,1%	59	24,6x	21,7x	21,7x	19,1x	1,9%	0,0%	22%	20%
EU Construction	SXOP Index	848	47,0	43,9	48,6	53,6	-6,6%	10,6%	10,2%	-0,3%	-6,9%	60	18,0x	17,4x	17,5x	15,8x	2,4%	0,0%	22%	20%
EU Consumer Staples	SX3P Index	623	36,4	35,6	38,4	41,6	-2,2%	7,6%	8,4%	-0,4%	-2,6%	51	17,1x	16,2x	16,2x	15,0x	3,2%	0,0%	-3%	15%
US Banks	IXM Index	676	37,5	37,9	40,7	43,9	1,1%	7,3%	8,0%	0,4%	6,8%	57	18,0x	16,6x	16,6x	15,4x	1,6%	0,0%	19%	20%
US Energy	IXE Index	942	55,0	56,2	60,1	69,3	2,1%	7,0%	15,2%	1,1%	2,7%	51	17,1x	15,7x	15,7x	13,6x	3,4%	0,0%	4%	25%
US Utilities	S5UTIL Index	434	22,2	22,2	24,6	27,2	-0,1%	11,0%	10,5%	-0,2%	-0,2%	43	19,5x	17,6x	17,6x	15,9x	2,8%	0,0%	10%	16%
US Telecoms	S5TELS Index	452	18,2	18,5	20,3	23,0	1,6%	9,4%	13,3%	-0,8%	2,3%	56	24,8x	22,3x	22,3x	19,7x	0,7%	0,0%	43%	23%
US Health	IXV Index	1.566	79,2	79,1	84,5	94,1	-0,1%	6,8%	11,4%	0,3%	-1,5%	55	19,8x	18,5x	18,5x	16,6x	1,7%	0,0%	6%	17%
US Tech	IXT Index	2.901	86,7	91,1	115,2	135,8	5,1%	26,4%	17,9%	0,8%	6,1%	49	33,5x	25,2x	25,2x	21,4x	0,6%	0,0%	33%	28%
US Industrials	S5INDU INDEX	1.313	49,3	48,3	55,2	62,9	-2,0%	14,2%	14,1%	0,1%	0,6%	50	26,6x	23,8x	23,8x	20,9x	1,4%	0,0%	18%	19%
US Homebuilders	S5HOME INDEX	2.610	237,7	208,5	196,7	220,9	-12,3%	-5,6%	12,3%	0,1%	1,2%	35	11,0x	13,3x	13,3x	11,8x	1,3%	0,0%	19%	33%
US Consumer Staples	S5CONS INDEX	865	38,9	39,3	41,6	44,8	1,1%	5,7%	7,8%	0,3%	0,0%	45	22,2x	20,8x	20,8x	19,3x	2,7%	0,0%	6%	14%

Fuente: Bloomberg, Consilio

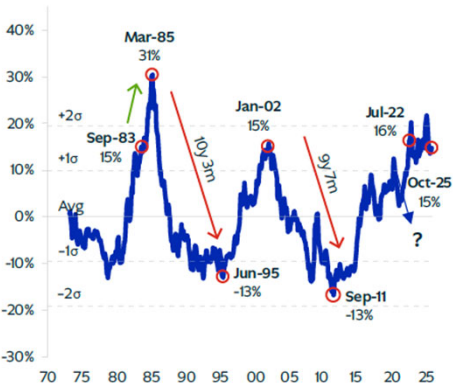
Durante el segundo semestre de 2025 el yen se desvinculó de lo que el diferencial de tipos de interés entre la divisa nipona y la americana habrían predicho. Las dudas sobre la sostenibilidad fiscal han estado detrás de depreciación del Yen



Sources: Bloomberg, Macrobond, Apollo Chief Economist

El índice real amplio ponderado por el comercio del dólar estadounidense (REER) se mantiene aproximadamente un 15% por encima de su valor estimado, a pesar de la depreciación registrada durante el presente ejercicio

Real Broad Trade-Weighted U.S. Dollar REER:
% Over (Under) Valued

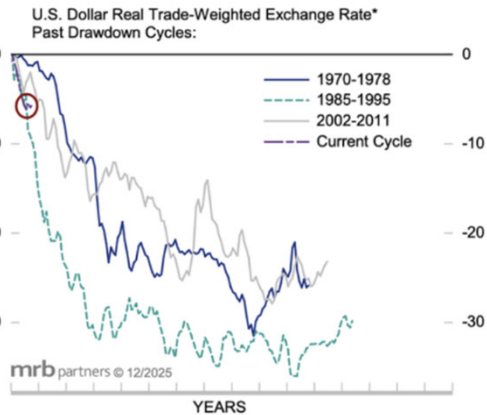


Data as at October 31, 2025. Source: Bloomberg.

El dólar estaría registrando el inicio de un período bajista al igual que ha ocurrido en ciclos anteriores

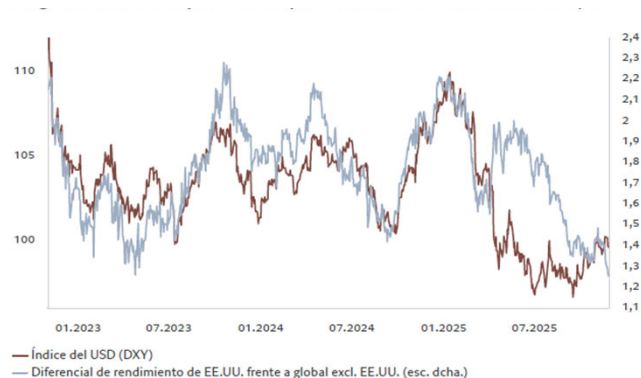
CURRENCIES & COMMODITIES	%1M	%12M
USD/EUR	-1,0%	-11,8%
CNY/USD	-1,2%	-4,2%
USD/JPY	-0,7%	0,5%
EUR/JPY	-1,9%	-11,5%
DOLLAR INDEX SPOT	-1,1%	-9,4%
GLOBAL COMMODITIES	-0,6%	10,1%
CRUDE OIL	-3,7%	-18,5%
NATURAL GAS	-16,6%	-15,1%
GOLD INDEX	2,1%	64,7%

Fuente: Bloomberg, Consilio



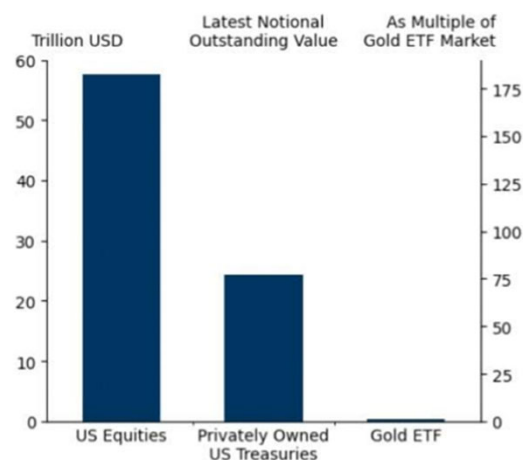
* Source: Federal Reserve and Bank for International Settlement

Índice global del dólar y diferenciales de tipos vs. resto de divisas



Fuente: Refinitiv, Pictet Asset Management, datos del período comprendido entre el 01/11/2022 y el 27/11/2025

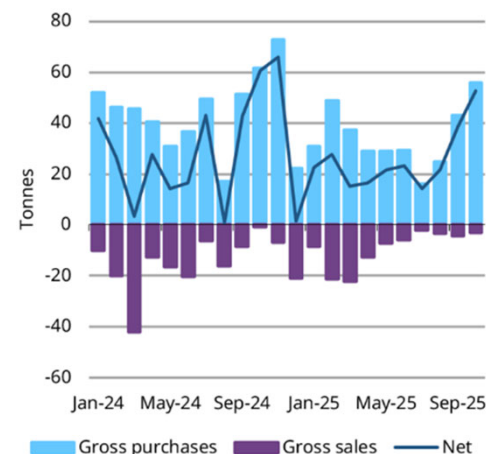
Ratio oro / reservas totales de los bancos centrales desglosando por tipo de BC



Fuente: Goldman Sachs

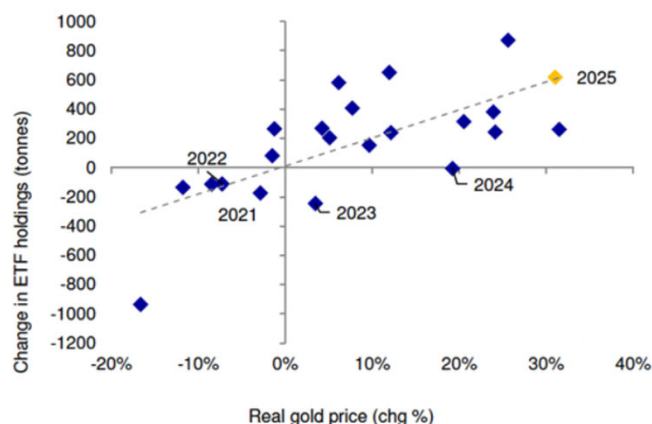
- ✓ La **reducción de los diferenciales de tipos de interés del USD** vs. resto de divisas debería seguir favoreciendo la depreciación de la divisa americana (graf sup izq)
- ✓ El **mercado del oro** es relativamente pequeño en comparación con el mercado de renta variable estadounidense y el mercado de bonos del Tesoro estadounidense en manos privadas. Por ello, **cualquier movimiento, incluso moderado**, de diversificación hacia el oro podría generar **disrupciones significativas** en su cotización y en la dinámica del mercado (gráfico inferior izquierdo)
- ✓ Las **adquisiciones de oro por parte de los bancos centrales se aceleraron en octubre**, alcanzando **53 toneladas** (+36% mensual). En lo que va del año, las **compras netas reportadas suman 254 toneladas**, un ritmo más lento que en años recientes debido a los elevados precios. Las **compras por parte de economías emergentes** continúan siendo estratégicas en un contexto de elevada **incertidumbre macroeconómica** (gráf inf izq)

Compras de oro por parte de los bancos centrales



Fuente: World Gold Council

Variación en las posiciones en ETFs de oro y en el precio real del oro



Fuente: Deutsche Bank Research

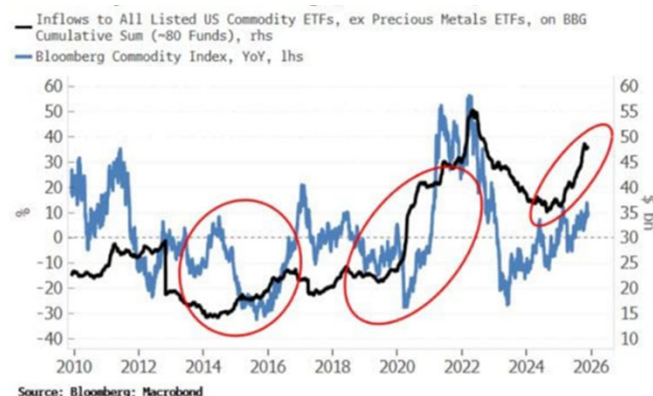
Precio del oro e índice de Materias Primas



Source: Topdown Charts, LSEG

- ✓ A pesar de 2 años de extraordinarias subidas en el precio del oro, sigue habiendo **proporcionalidad** entre la subida en el **precio del oro** y las entradas de flujos hacia **ETFs de oro** (gráf sup izq)
- ✓ El precio del oro se ha desvinculado ampliamente del **índice de materias primas** (gráf superior derecho)
- ✓ No obstante, las entradas de capital hacia fondos cotizados (ETFs) de materias primas han mostrado un incremento sostenido y se aproximan a los máximos alcanzados en 2022. Históricamente, en las dos ocasiones anteriores en que se observó un repunte similar en los flujos, este antecedió un aumento en los precios de las materias primas (gráfico inferior derecho)

Entradas de flujos en ETFs de materias primas (excluyendo metales preciosos)



Source: Bloomberg; Macrobond

CONSiLIO

ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES EAF

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