

CONSEJO



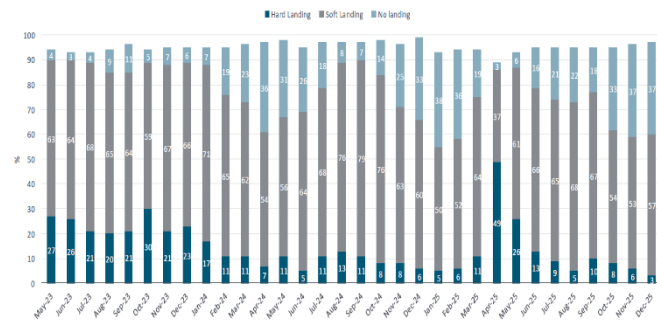
MEJOR EAF DEL AÑO
Consilio EAF



ESTRATEGIA
FEBRERO, 2026

CONSILIO
ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES EAF

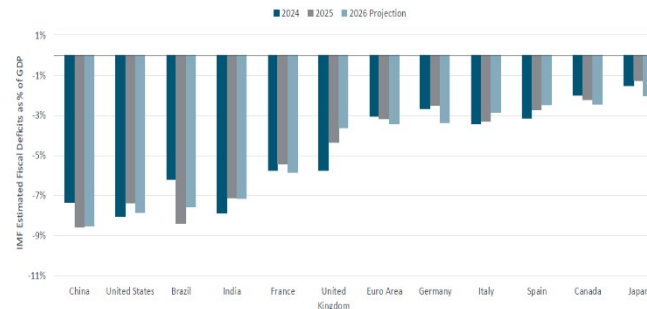
¿Cuál es el escenario más probable para la economía global?



Fuente: MFS

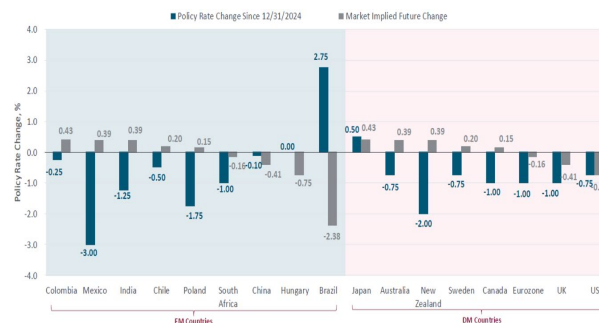
- ✓ Los inversores siguen considerando el aterrizaje suave (soft landing) como el escenario más probable para la economía global (gráf sup izq)
- ✓ Las **políticas fiscales expansivas** se prevé que apoyen el crecimiento a nivel global (gráf sup der)
- ✓ La mayoría de los **bancos centrales** están embarcados en políticas de relajación monetaria (gráf inf der)

Déficits fiscales



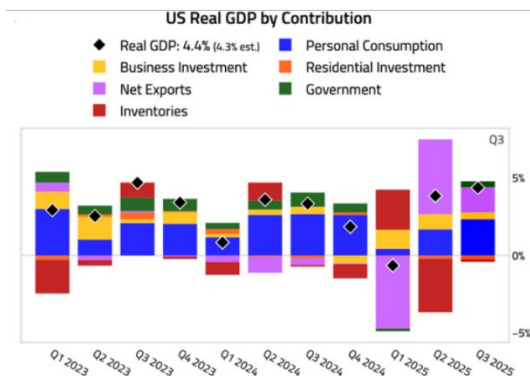
Fuente: MFS

Política monetaria: en el pasado y esperada para los próximos 12 meses



Fuente: MFS

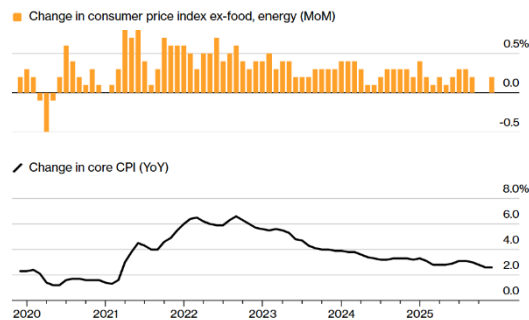
PIB de EE.UU. (datos trimestrales)



Fuente: DS

- ✓ El PIB americano del 3T fue revisado al alza desde 4,3% hasta **4,4%** a causa de la fortaleza en las exportaciones, la acumulación de inventarios y la inversión (gráf sup izq)
- ✓ El **IPC general** aumentó un **0,3%** respecto a noviembre, en línea con las expectativas de los economistas, mientras que el **IPC subyacente** subió un **0,2%**, quedando por debajo de las expectativas. En términos interanuales, el IPC subió un **2,7%** y el IPC subyacente aumentó un **2,6%**, ambos coincidiendo con los resultados del mes anterior (gráf inf izq)
- ✓ Las **condiciones financieras en EE.UU.** se relajan y se sitúan en **mínimos del actual ciclo**, en niveles previos al endurecimiento de 2022 (gráfico inferior derecho)

Inflación subyacente en EE.UU. (intermensual e interanual)

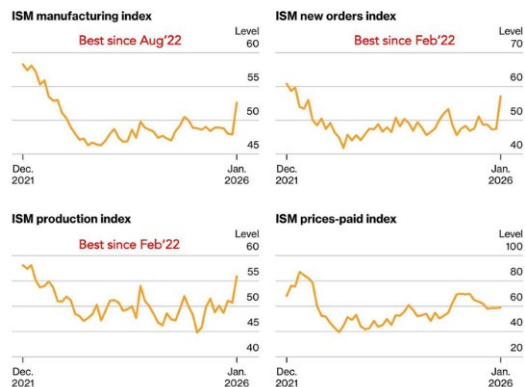


Source: Bureau of Labor Statistics
 Note: October, November monthly CPI changes unavailable due to shutdown

Condiciones financieras en EE.UU.



ISM manufacturero



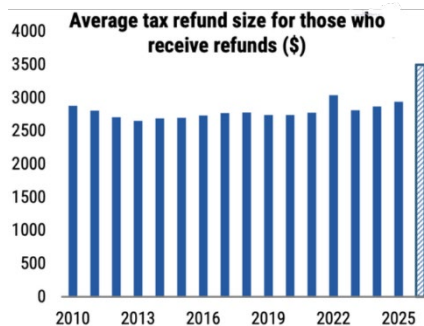
Source: The Institute for Supply Management

Confianza del Consumidor



Source: The Conference Board

Devoluciones de impuestos a los consumidores americanos



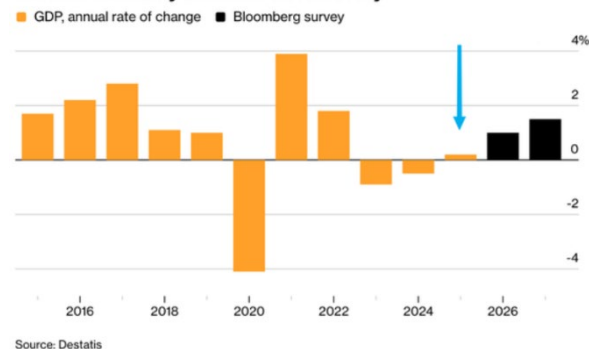
Source: IRS, Haver Analytics, Morgan Stanley Research

- ✓ La **actividad manufacturera de Estados Unidos se expandió inesperadamente en enero al ritmo más rápido desde 2022**, con un sólido crecimiento en nuevos pedidos y producción en un contexto de elevados costos de insumos (gráf sup izq)
- ✓ La **confianza del consumidor** disminuyó en enero hasta su nivel más bajo en más de 10 años. Las **expectativas para los próximos 6 meses** cayeron en enero al **nivel más bajo desde abril**, mientras que un indicador de las **condiciones actuales** descendió **al nivel más bajo en casi 5 años** (gráf sup der)
- ✓ Los **consumidores estadounidenses se preparan para una sólida temporada de devoluciones de impuestos**, y Morgan Stanley estima que **los reembolsos individuales serán aproximadamente un 20% superiores interanualmente**, lo que impulsará la renta personal y apoyará el consumo (gráf inf izq)

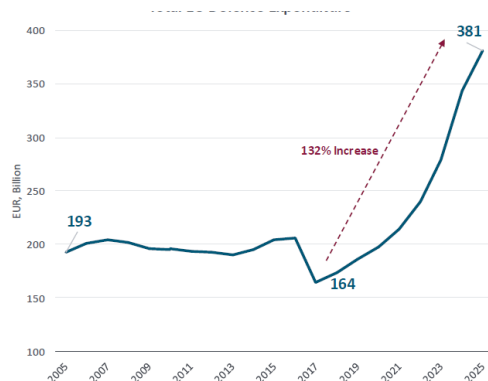
PIB de la economía europea

- ✓ La **economía de Alemania** creció un **0,2%** en el conjunto de 2025, su primera expansión desde 2022, impulsada por el consumo de los hogares y el gasto público, mientras que la inversión y el comercio siguieron lastrando el crecimiento. (gráf sup der)
- ✓ El **crecimiento del gasto en defensa de la Unión Europea** se ha incrementado un 132% y se espera que siga aumentando, lo que es un dinamizador de la inversión y el crecimiento europeo (gráf inf izq)
- ✓ La **inflación armonizada** se ha situado en línea con el objetivo del BCE (graf inf der)

German Economy Embarks on Recovery

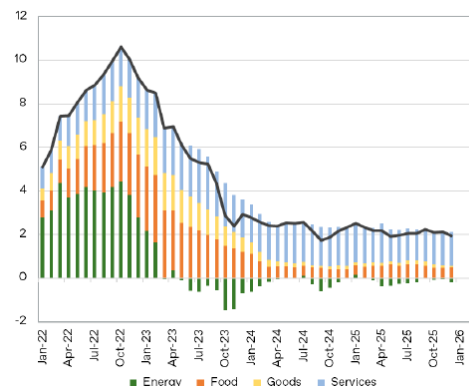


Total gasto en defensa de la UE



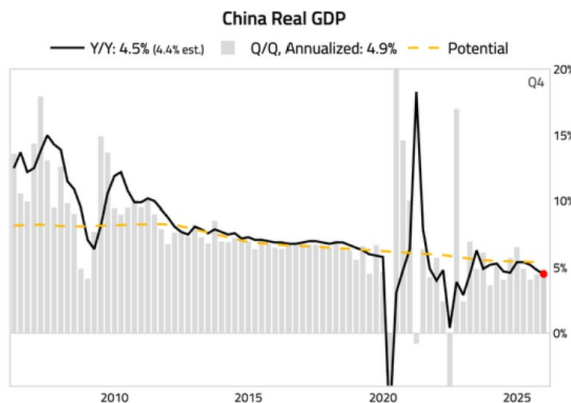
Fuente: MFS

Índice de Precios Armonizado de la Eurozona



Fuente: DS

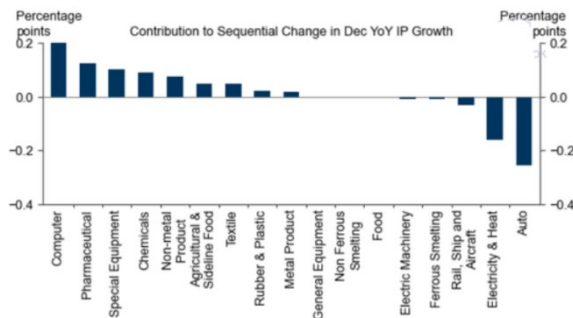
PIB del 4T chino



Fuente: DS

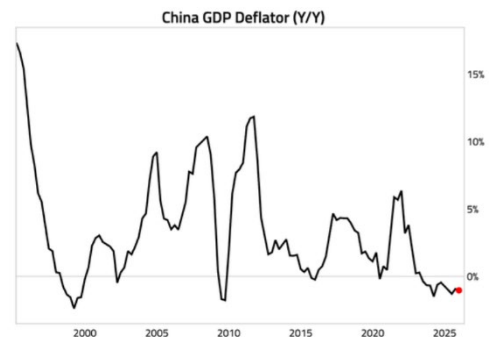
- ✓ El **crecimiento del PIB** en el cuarto trimestre se moderó al **4,5%** interanual, el ritmo más lento desde comienzos de 2023, aunque el crecimiento del año completo alcanzó el objetivo del **5%** (gráf sup izq)
- ✓ La **producción industrial** se aceleró y superó las expectativas, impulsada en gran medida por unas exportaciones más sólidas de lo previsto, especialmente de equipos informáticos y electrónicos (gráf inf izq)
- ✓ Las **presiones deflacionarias** persistentes siguen siendo una preocupación clave, ya que el deflactor del PIB ha sido negativo durante 11 trimestres consecutivos, el período más largo desde la década de **1960** (gráfico inferior derecho)

Producción Industrial en China



Source: NBS, CEIC, Goldman Sachs Global Investment Research

Deflactor del PIB en China

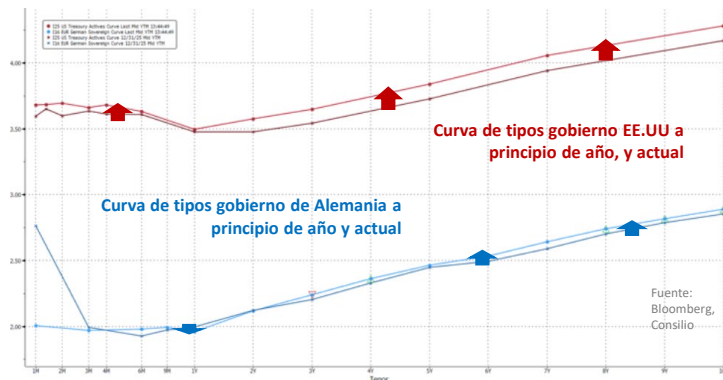


Fuente: DS

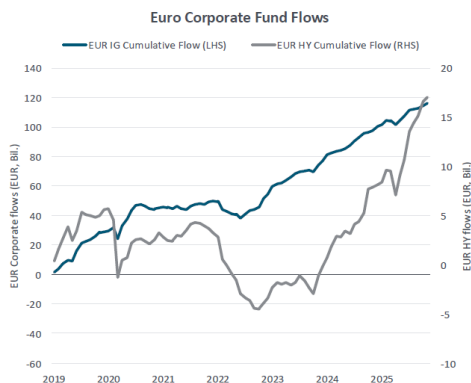
FIXED INCOME	%1M	%12M
GLOBAL INVEST GRADE CORP BONDS	1,0%	10,6%
GLOBAL HIGH YIELD CORP BONDS	0,9%	10,3%
BARCLAYS WORLD GOVT INFLATION LINKED BONDS	0,8%	5,1%
MARKIT IBOXX USD TREASURIES TOTAL RETURN	0,1%	5,7%
US GOVT BONDS 1-3 YR	0,2%	4,9%
US GOVT BONDS 1-10 YR	0,1%	5,9%
US GOVT BONDS > 10 YR	0,1%	4,7%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

Fuente: Bloomberg, Consilio

Las curvas desde principio de año se han positivizado ligeramente en un **bear steepening** (subida de yields de los plazo largos), particularmente la americana

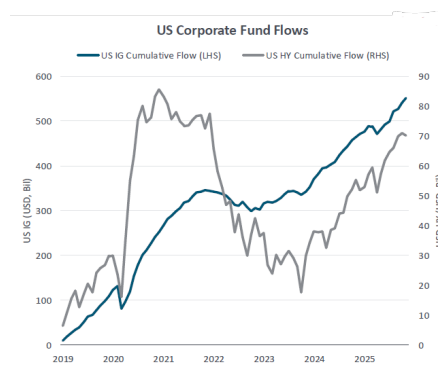


Los flujos hacia bonos corporativos europeos siguen registrando una gran fortaleza



Source: LHS: Morningstar. Flows based on monthly data from 31 January 2019 through 30 November 2025. Flows are in EUR billion. RHS: Bloomberg. Monthly data from 31 January 2019 through 30 November 2025. Fund Flows based on dedicated corporate bond fund and ETF flows as well as estimated US corporate bond flows from multi-sector US Fixed income. Flows are in USD billions.

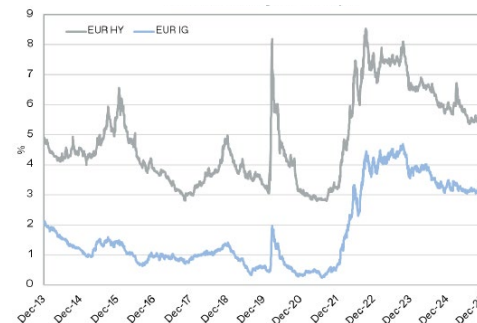
También los flujos hacia bonos corporativos americanos registran un crecimiento sostenido



Source: LHS: Morningstar. Flows based on monthly data from 31 January 2019 through 30 November 2025. Flows are in EUR billion. RHS: Bloomberg. Monthly data from 31 January 2019 through 30 November 2025. Fund Flows based on dedicated corporate bond fund and ETF flows as well as estimated US corporate bond flows from multi-sector US Fixed income. Flows are in USD billions.

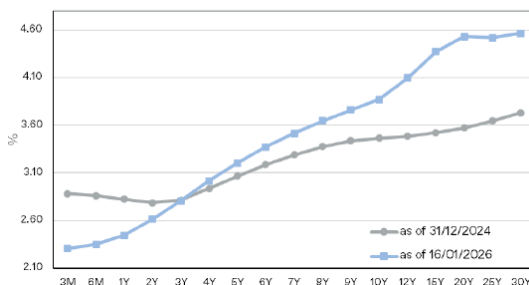
- ✓ Los **yields de la deuda corporativa** se encuentran en niveles históricamente elevados (gráf sup der)
- ✓ La **positivización de la curva de tipos** de interés en la deuda de grado de inversión supone una oportunidad de captura de yield (gráf inf izq)
- ✓ La **pendiente positiva** de la curva de tipos permite el **roll down** de los bonos de más larga duración, lo que unido al **carry** de partida ha sido históricamente una fuente de atractivos retornos (graf inf der)

Yield to Maturity de los bonos europeos investment grade y high yield (en %)



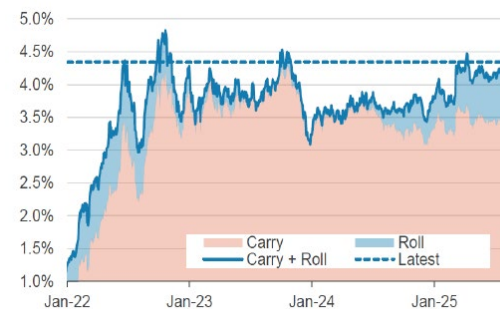
Fuente: Bloomberg, Anaxis

Evolución de la curva de crédito investment grade BBB



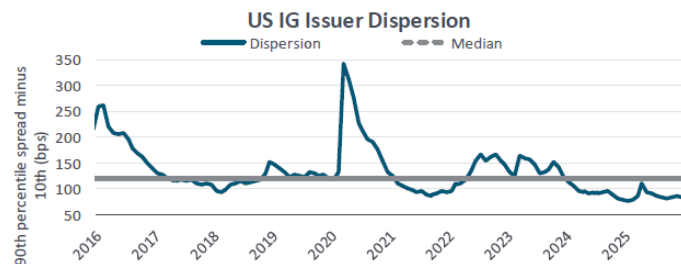
Fuente: Bloomberg, Anaxis

Roll Down y carry del crédito



Source: ICE BofA, Morgan Stanley Research

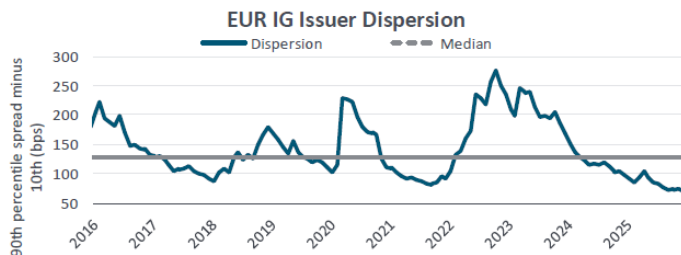
Diferencial de crédito entre el percentil 90 y el percentil 10



Source: Bloomberg. Monthly data from 31 January 2016 through 31 December 2025. Dispersion is measured as 90th percentile issuer-level OAS minus 10th percentile. US IG = Bloomberg US Corporate Index. EUR IG = Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate Index. Global High Yield = Bloomberg Global High Yield Index. EM Sov = Bloomberg Emerging Markets Sovereign Index.

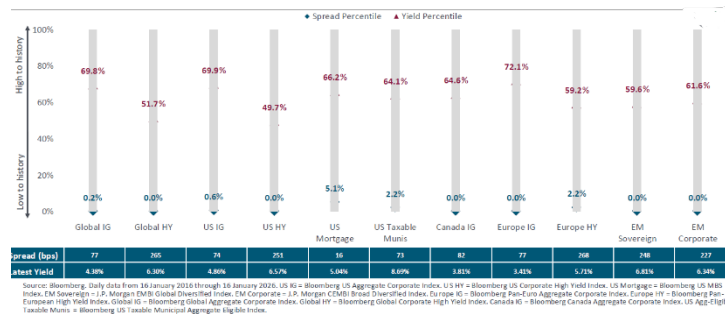
- ✓ La reducida dispersión entre los bonos americanos emitidos con mayor diferencial y los que se emiten con menor diferencial permite una gestión activa hacia los bonos de mayor calidad con un limitado coste de oportunidad (gráf sup izq)
- ✓ También los bonos europeos ofrecen una reducida dispersión, incluso inferior a la de los emisores americanos (gráf inf izq)
- ✓ A pesar de lo comprimido de los diferenciales de crédito, las yields ofrecen una protección que compensa al menos parcialmente las elevadas valoraciones con que cotiza la renta fija corporativa (gráf inf der)

Diferencial de crédito entre el percentil 90 y el percentil 10



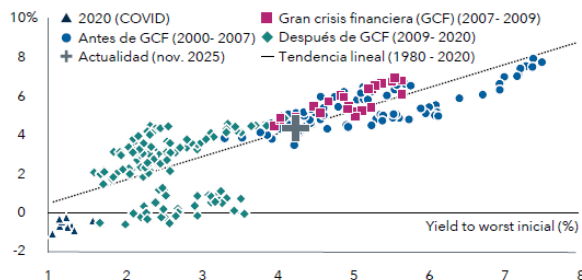
Source: Bloomberg. Monthly data from 31 January 2016 through 31 December 2025. Dispersion is measured as 90th percentile issuer-level OAS minus 10th percentile. US IG = Bloomberg US Corporate Index. EUR IG = Bloomberg Pan-European Aggregate Corporate Index. Global High Yield = Bloomberg Global High Yield Index. EM Sov = Bloomberg Emerging Markets Sovereign Index.

Yields y diferenciales de crédito respecto a la historia



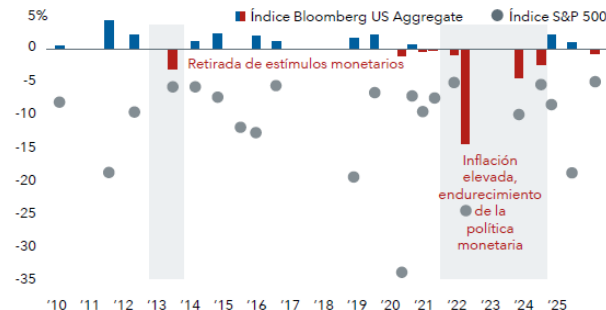
Source: Schroders Economics Group; LSEG Data & Analytics – 31 October 2025. 18 Major EMs, equal-weighted

Previsión de rentabilidad total anualizada a 5 años (%) del índice Bloomberg US Aggregate Index



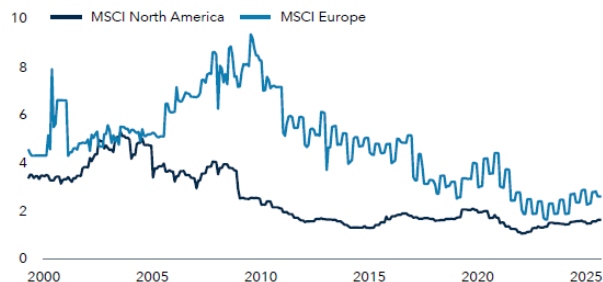
Las rentabilidades obtenidas en el pasado no garantizan rentabilidades futuras.
Fuente: Capital Group, Bloomberg. Rentabilidad histórica a cinco años entre 2007 y 2020. Fechas de los periodos mostrados: antes de la GCF: 1/1/2000-30/4/2007; GCF: 30/4/2007-30/4/2009; después de la GCF: 30/4/2009-28/02/2020; pandemia: 28/02/2020-31/10/2020. Rendimiento a 30 noviembre 2025.

Comportamiento de la renta fija ante episodios de caídas en renta variable



Fuente: Capital Group, Bloomberg, S&P Global. Información a 30 noviembre 2025. Los datos reflejan la rentabilidad total en todos los episodios de corrección del S&P 500 del 5% o más desde 2010. Retirada de estímulos monetarios de 2013: se refiere a la reducción de compras de bonos por parte de la Reserva Federal en el marco de la política de expansión cuantitativa que puso en marcha la entidad tras la crisis financiera mundial.

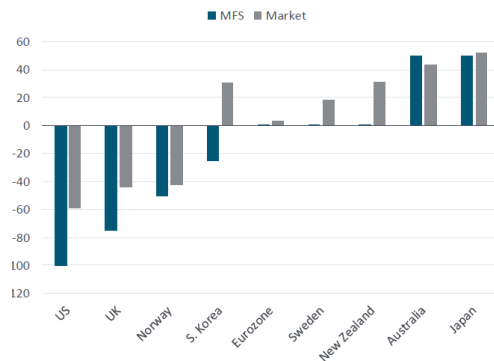
Apalancamiento corporativo (deuda neta/EBITDA)



Las rentabilidades obtenidas en el pasado no garantizan rentabilidades futuras.
Fuente: Bloomberg. Ratio deuda neta/EBITDA de los índices MSCI North America y MSCI Europe desde el 31 mayo 1999 al 31 octubre 2025.

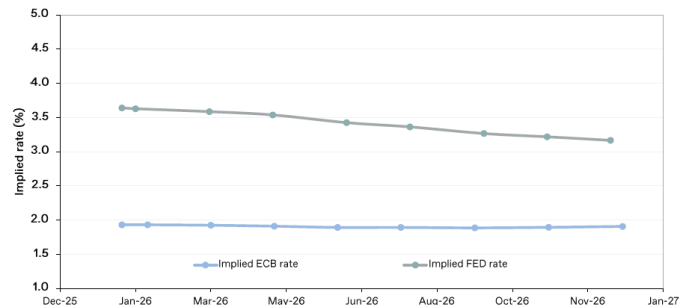
- ✓ Los **niveles de rendimiento inicial** suelen indicar la rentabilidad a largo plazo (gráf sup izq)
- ✓ La **renta fija** puede ofrecer equilibrio frente a las caídas de la renta variable (gráf sup der)
- ✓ Los fundamentales muestran que las compañías están en buena situación. Su nivel de **apalancamiento es estable** y, pese al contexto de aranceles, han logrado mantener el crecimiento interanual de los ingresos y aumentar los márgenes brutos (gráf inf izq)

Expectativas de evolución de las tasas de interés en las diferentes geografías



Source: LHS: Bloomberg. Monthly data from 31 December 2004 to 31 December 2025. RHS: MFS, Bloomberg. Data and views as of 5 January 2026.

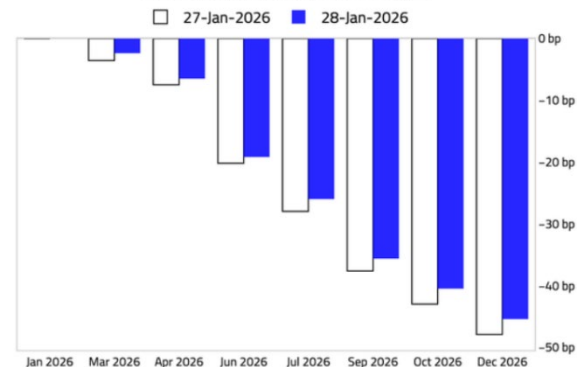
Expectativas sobre los tipos de intervención en EUR y en USD



Fuente: Bloomberg, Anaxis

- ✓ Existe una gran divergencia entre las expectativas de variación en las tasas de interés por parte de los diferentes **bancos centrales** a nivel global (gráf sup izq)
- ✓ El mercado espera un mantenimiento de los tipos en la **zona euro** y dos bajadas de 0,25% en los tipos de intervención **en EE.UU.** (gráf sup der)
- ✓ En la **semana final de enero** las expectativas de bajadas de tipos de interés en EE.UU. se relajaron ligeramente a consecuencia de la publicación de positivos datos macro (gráf inf der)

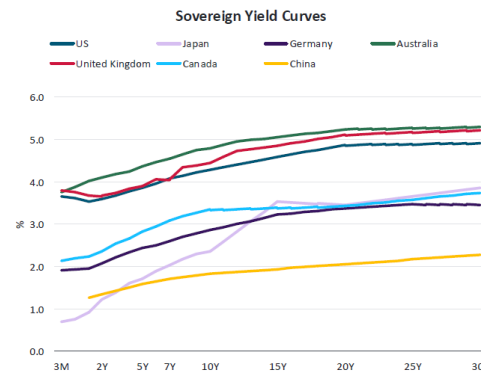
Variación en los tipos de intervención implícitos



Fuente: DS

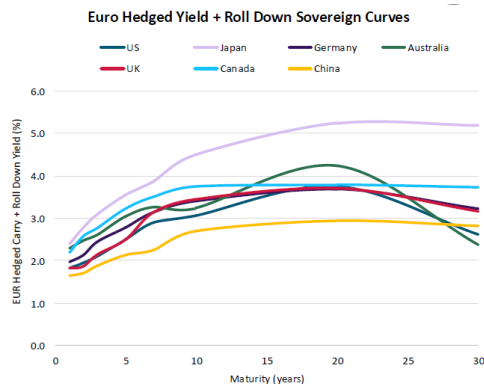
- ✓ La elevada divergencia entre las políticas monetarias entre las diferentes geografías proyecta **curvas de tipos** también altamente divergentes (gráf sup der)
- ✓ Al cubrir a euros las anteriores curvas, la **deuda japonesa** emerge como un refugio de *yield* para el inversor europeo (gráf inf izq)
- ✓ De hecho, para el inversor japonés, los bonos gubernamentales japoneses, presentan hoy una *yield* más atractiva que la que ofrecen los bonos alemanes, británicos o americanos cubiertos a yenes (gráf inf der)

Curvas de tipos de bonos soberanos de distintas geografías



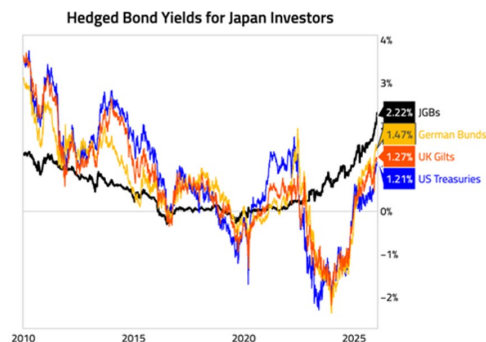
Source: UHS Bloomberg. Data as of 20 January 2025. RHS - Data as of 21 January 2026. The yields reflect an estimated 12-month return that a EUR denominated investor would receive based on current yield, curve roll-down and the cost of hedging currency exposure into Euros.

Curvas de tipos de bonos soberanos de distintas geografías cubiertos a EUR



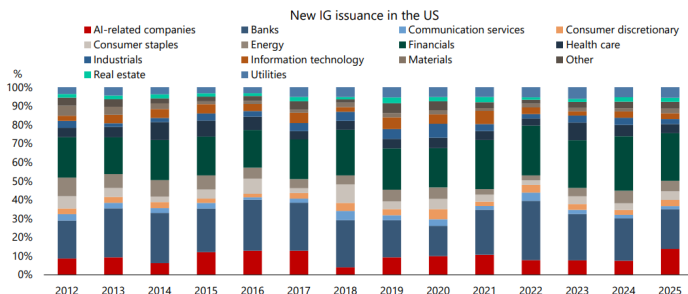
Source: UHS Bloomberg. Data as of 20 January 2025. RHS - Data as of 21 January 2026. The yields reflect an estimated 12-month return that a EUR denominated investor would receive based on current yield, curve roll-down and the cost of hedging currency exposure into Euros.

Yields de los bonos a 10 años de diferentes geografías cubiertos a yenes



Note: Fitted par yield curves constructed by @AugurInfinity.

Nuevas emisiones de deuda investment grade en EE.UU.



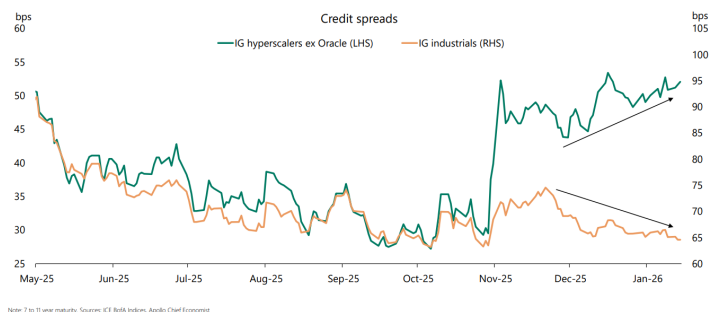
Sources: PitchBook, Apollo Chief Economist

Evolución semanal del volumen de deuda de compañías relacionadas con IA



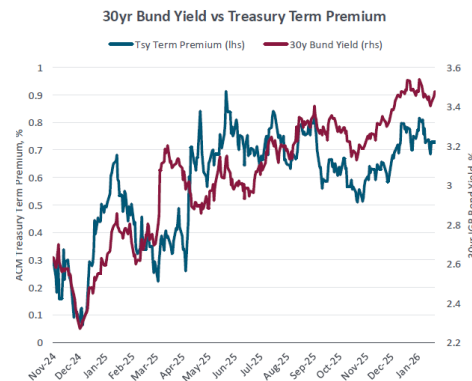
- ✓ Las emisiones por parte de compañías ligadas a la IA representan una parte creciente de los índices de deuda corporativa con grado de inversión (gráf sup izq)
- ✓ Los inversores están usando cada vez más **credit default swaps** para protegerse de un potencial estallido de una burbuja de deuda relacionada con IA dada la ingente cantidad de inversiones en centros de datos e infraestructura con la incertidumbre sobre los retornos que dichas inversiones proveerán (gráf inf izq)
- ✓ Fruto de la anterior circunstancia, se está produciendo una divergencia entre la evolución de los diferenciales de crédito de la deuda de los *hyperscalers* y los de las compañías industriales (gráf inf der)

Evolución de los diferenciales de crédito de los hyperscalers y de los industriales



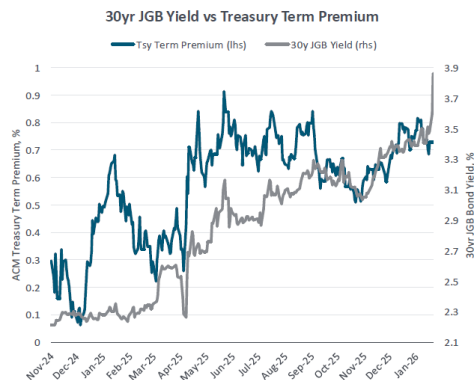
- ✓ El repunte de *yield* de los bonos globales podría estar impactando la **prima de plazo de la deuda americana** que estaría viéndose impactada de la mala evolución (por repunte de *yields*) de la **deuda alemana** (gráf sup der)
- ✓ También el repunte de *yields* de la deuda japonesa estaría impactando en la **subida de la prima de plazo de la deuda americana** (gráf inf izq)
- ✓ El aumento de la **prima de plazo** en deuda americana podría impulsar un ***bear steepening*** de la curva americana (positivización de la curva de tipos por subida de los tipos largos) (gráf inf der)

Prima de plazo de la deuda americana y evolución de la *yield* del bono a 30 años alemán



Source: Bloomberg. Daily data from 01 November 2024 through 06 January 2026.

Prima de plazo de la deuda americana y evolución de la *yield* del bono a 30 años japonés



Source: Bloomberg. Daily data from 01 November 2024 through 06 January 2026.

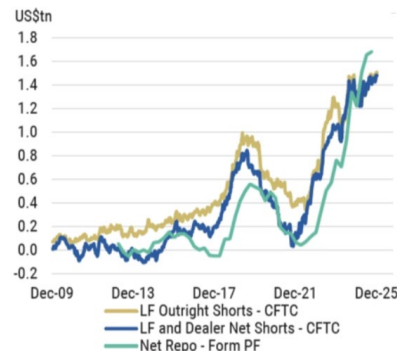
Aumento de la prima de plazo en EE.UU. y aumento de los diferenciales de yield



* Source: Bloomberg

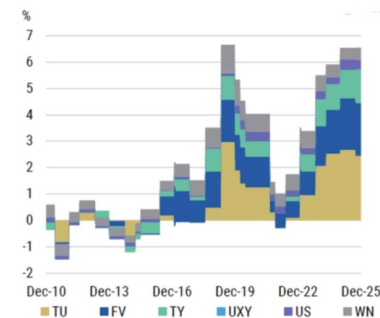
- ✓ La operativa **basis trade** sobre bonos del Tesoro americano que se fundamenta en vender futuros sobre bonos comprando los bonos con elevado apalancamiento buscando ganar en el arbitraje, ha aumentado y es una fuente de inestabilidad en el mercado de deuda (gráf sup der)
- ✓ Las estimaciones apuntan a que un **6%** del total del mercado de bonos americanos estarían siendo objeto de la operativa basis trade (gráf inf izq)
- ✓ Como parte de la operativa basis trade, los gestores de fondos se posicionan largos de futuros del bono a 10 años americano y los hedge funds cortos (graf inf der)

Estimación del tamaño del basis trade



Source: CFTC, OFR, Bloomberg, Morgan Stanley Research

Valor del basis trade de bonos sobre el total de deuda americana en circulación



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

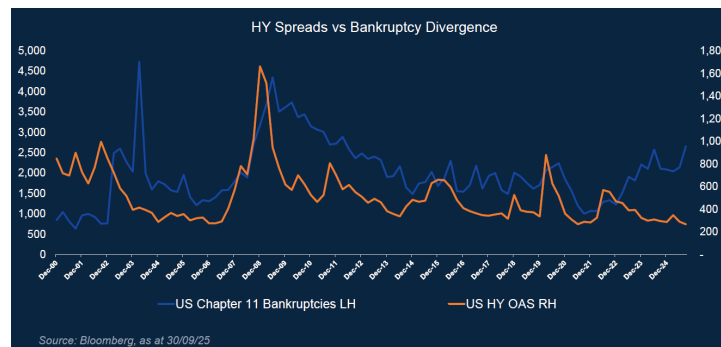
Posición neta de gestores de fondos y de hedge funds



Source: CFTC, Bloomberg

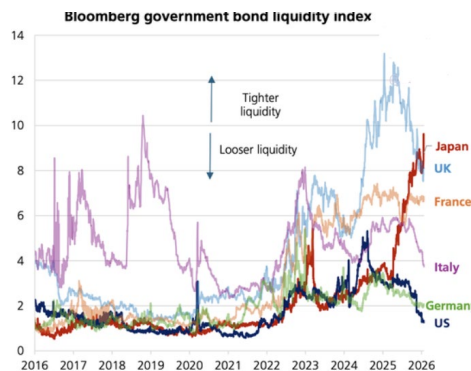
- ✓ Se observa una divergencia entre el aumento de quiebras de emisores y, sin embargo, el mantenimiento de los diferenciales de crédito de **high yield** en niveles mínimos (gráf sup der)
- ✓ La liquidez de los bonos de gobierno japoneses se ha venido reduciendo desde el pasado año a consecuencia de la no intervención del banco central en el control de la *yield* de los tramos largos de la curva (gráf inf izq)
- ✓ Los **diferenciales de crédito** de los bonos globales se sitúan en niveles mínimos desde 2007 (graf inf der)

Divergencia entre diferenciales de crédito high yield y quiebras



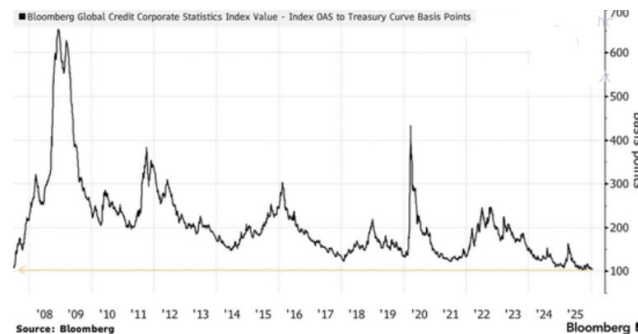
Fuente: Rubrics

Liquidez de los bonos gubernamentales globales

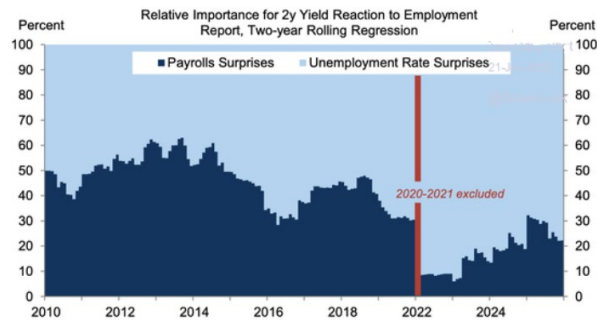


Source: LHS: Bloomberg, Data as of 30 January 2025. RHS - Data as of 21 January 2026. The yields reflect an estimated 12-month return that a EUR denominated investor would receive based on current yield, curve roll-down and the cost of hedging currency exposure into Euros.

Diferencial de crédito de los bonos globales



Reacción de los mercados de renta fija a sorpresas en tasa de paro y creación de empleo



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

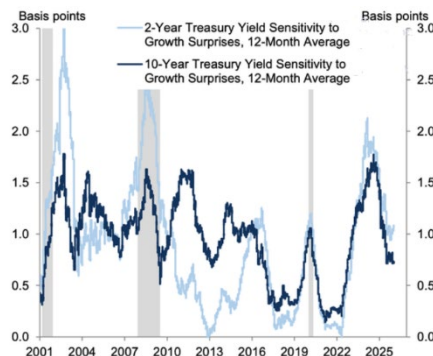
- ✓ Los mercados de renta fija han venido prestando más atención desde la pandemia a las sorpresas en el dato del paro que en la creación de nuevos empleos (graf sup izq)
- ✓ La sensibilidad de la renta fija a la publicación de sorpresas de inflación se ha reducido, pero sigue siendo elevada en términos históricos (gráfico superior derecho)
- ✓ La sensibilidad de la renta fija a la publicación de sorpresas de crecimiento se ha reducido y se sitúa en la media en términos históricos (gráf inf izq)

Reacción de los mercados de renta fija a sorpresas en la inflación



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Reacción de los mercados de renta fija a sorpresas en el crecimiento



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

ACTIVOS: RENTA VARIABLE

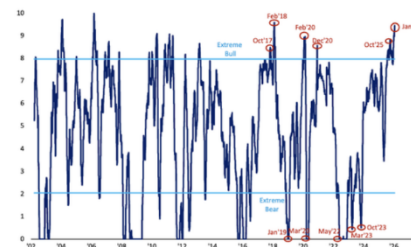
VALUE, PEQUEÑAS COMPAÑÍAS, BOLSAS INTERNAC. MEJOR QUE GROWTH, GRANDES COMPAÑÍAS Y EE.UU.

EQUITIES	%1M	%12M
MSCI WORLD	2,0%	17,1%
MSCI WORLD VALUE	4,0%	18,5%
MSCI WORLD GROWTH	-0,3%	17,0%
S&P500	1,2%	16,3%
DOW JONES INDUSTRIAL	1,1%	11,7%
NASDAQ 100	1,4%	19,8%
RUSSELL 2000	4,2%	15,8%
RUSSELL 1000 VALUE	3,6%	15,8%
RUSSELL 1000 GROWTH	-1,3%	13,8%
STOXX 600	2,5%	17,0%
EUROSTOXX 50	1,7%	15,2%
DAX 30	0,0%	12,9%
IBEX 35	2,6%	50,3%
MSCI EUROPE VALUE	2,5%	22,2%
MSCI EUROPE GROWTH	2,3%	3,7%
TOPIX	4,6%	27,9%
SHANGAI SHENZEN CSI 300	1,7%	23,3%
MSCI EMERGING MARKETS	6,9%	42,8%
MSCI ASIA ex JAPAN	6,1%	42,0%
MSCI LATAM	14,8%	63,0%
MSCI FRONTIER MARKETS	3,4%	48,1%

Fuente: Bloomberg, Consilio

La bolsa americana presenta niveles extremos de sentimiento alcista

BofA Bull & Bear Indicator since 2002



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR Global, FMS, CFTC, MSCI.

BofA GLOBAL RESEARCH

Los inversores americanos no están preparados para una corrección bursátil

Net % say they have taken out protection against sharp fall in equities in the next 3 months

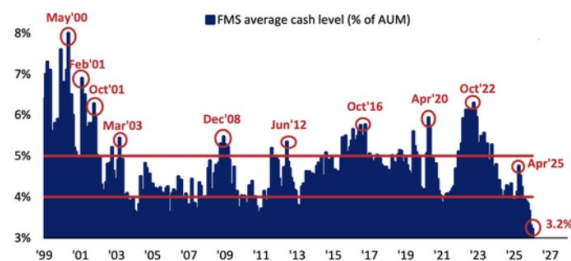


Source: BofA Global Fund Manager Survey.

BofA GLOBAL RESEARCH

El nivel de cash marca un nuevo mínimo histórico

BofA FMS average cash level (% of AUM)

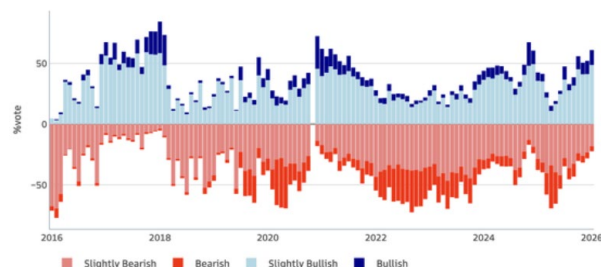


Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

El sentimiento favorable a los activos de riesgo se encuentra en niveles históricamente elevados entre los **clientes de Goldman Sachs**

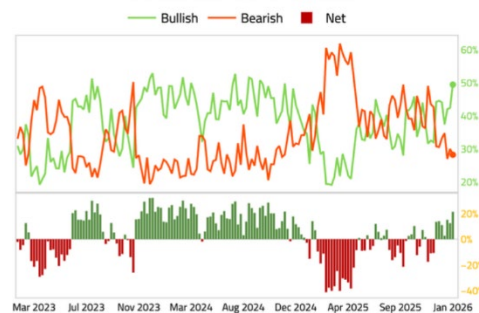
What's your view on risky assets?



Data Source: GS FICC & Equities

Los indicadores de sentimiento bursátil de los **inversores individuales** se encuentra en niveles elevados de optimismo

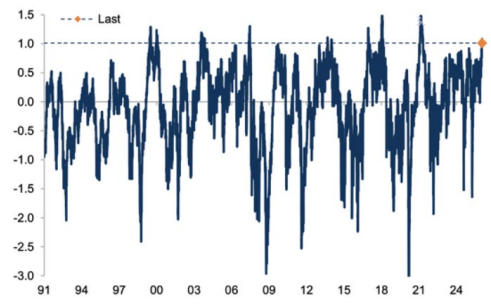
AAll Individual Investors Sentiment



Fuente: DS

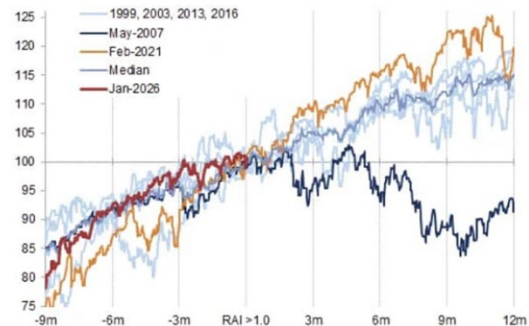
El indicador de **apetito por el riesgo de GS** sube al nivel más elevado desde 2021

GS Risk Appetite Indicator (GSRAII Index)



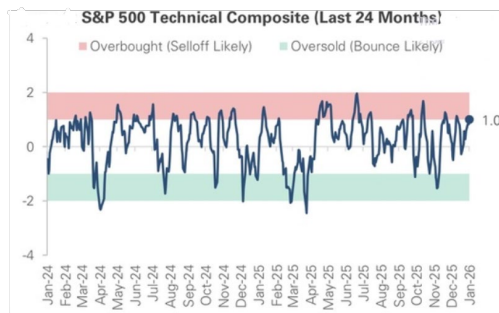
Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Desde **1991**, sólo en 6 ocasiones el indicador de GS de **apetito por el riesgo** se ha situado por encima de +1.0. En 5 de las ocasiones, el S&P 500 ofreció retornos positivos 12 meses después



Source: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

El S&P 500 presenta niveles extremos de sobrecompra



Source: MarketDesk. Based on a composite of technical breadth measures.

El **68%** de las acciones se encuentran por encima de la media de 200 sesiones por primera vez en **3 meses**



Source: The Market Stats

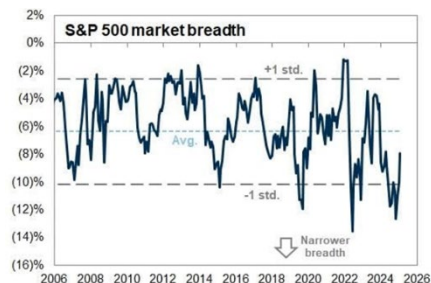
Recorridos con similar amplitud de mercado, han sido seguidos por subidas del S&P 500 9 meses después en todas las ocasiones desde **2023**

S&P 500: 68% of Stocks are above 200dma for the first time in 3 months

Past Signals	1 Week	2 Weeks	3 Weeks	1 Month	2 Months	3 Months	6 Months	9 Months	1 Year	1 Year Max Drawdowns
February 4, 1991	5.81%	5.04%	4.19%	7.99%	7.79%	9.11%	10.54%	12.34%	17.37%	0.00%
December 30, 1991	0.54%	1.28%	0.60%	-1.18%	-0.99%	-2.82%	-1.48%	0.39%	5.79%	-4.57%
January 10, 1994	-0.41%	-0.69%	1.33%	-0.89%	-2.39%	-5.34%	-4.79%	-3.41%	-2.86%	-7.65%
February 10, 1995	0.11%	0.49%	0.87%	2.37%	5.34%	9.10%	15.30%	23.22%	36.33%	0.00%
April 15, 1999	-2.72%	1.51%	0.79%	1.13%	-1.64%	6.96%	-2.82%	8.27%	10.61%	-6.70%
December 28, 2000	-2.69%	-1.17%	0.60%	2.96%	-4.67%	-13.03%	-8.23%	-19.83%	-12.12%	-27.61%
March 6, 2002	-0.79%	-0.94%	-1.96%	-3.44%	-9.47%	-6.71%	-23.17%	-20.81%	-26.30%	-33.20%
April 26, 2003	2.26%	2.85%	0.21%	3.45%	6.38%	7.79%	12.34%	22.87%	22.29%	-8.17%
November 4, 2004	1.62%	1.98%	1.81%	2.46%	1.96%	3.98%	8.83%	8.57%	6.02%	-2.08%
September 28, 2006	1.07%	1.79%	2.10%	2.87%	3.57%	6.41%	6.40%	13.49%	15.30%	-0.50%
June 26, 2009	-4.98%	-2.31%	2.95%	5.17%	11.19%	14.64%	21.85%	26.82%	12.30%	-5.19%
September 28, 2010	1.14%	1.52%	1.95%	3.03%	3.63%	6.65%	14.86%	12.88%	2.41%	-2.46%
January 19, 2012	0.30%	0.84%	2.89%	3.59%	6.92%	4.79%	4.72%	11.14%	13.95%	-2.77%
April 18, 2016	-0.31%	-0.62%	-1.70%	-2.25%	-0.78%	3.40%	1.94%	8.20%	11.82%	-4.48%
August 3, 2018	-0.25%	0.34%	1.21%	1.99%	3.02%	-0.82%	-0.85%	1.54%	1.46%	-17.22%
June 4, 2019	0.31%	0.89%	2.10%	1.84%	-1.80%	3.88%	1.08%	12.34%	-13.57%	-22.30%
June 6, 2020	-15.13%	-3.54%	-6.54%	-1.99%	3.61%	6.02%	14.44%	19.89%	30.78%	-7.12%
October 6, 2020	3.89%	0.64%	-0.22%	-1.14%	7.37%	9.34%	10.70%	27.88%	27.49%	-4.07%
January 27, 2023	1.62%	0.49%	0.21%	-2.47%	-1.06%	2.43%	12.74%	1.15%	20.99%	-5.28%
July 3, 2023	-0.37%	2.23%	2.51%	1.39%	1.17%	-3.79%	6.45%	16.87%	24.27%	-7.59%
December 11, 2023	3.39%	3.30%	1.78%	2.41%	8.84%	11.74%	17.38%	21.68%	31.62%	0.00%
August 23, 2025	-0.10%	0.44%	3.29%	2.94%	3.90%	1.11%				-0.79%
January 9, 2026										
Average	0.35%	0.79%	0.89%	1.51%	2.25%	3.24%	5.48%	9.61%	11.06%	-7.33%
% Positive	59.1%	72.7%	77.3%	68.2%	63.6%	72.7%	71.4%	85.7%	81.0%	

Source: The Market Stats

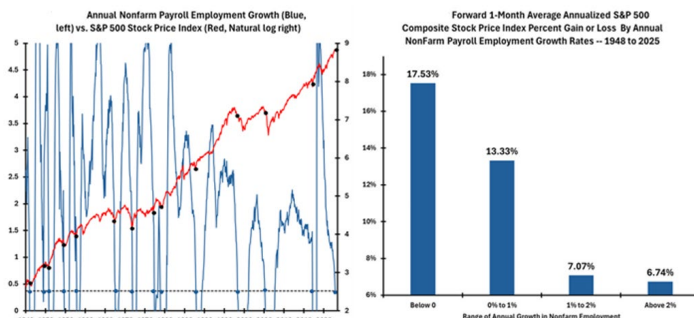
La amplitud de mercado está aumentando rápidamente, lo que dota de mayor consistencia a las subidas bursátiles



Market breadth calculated as the difference between the distance of the aggregate S&P 500 Index from its 52-week high and the distance of the median S&P 500 constituent from its 52-week high. When the aggregate index is much closer to its 52-week high than is the median stock, market breadth is narrow.

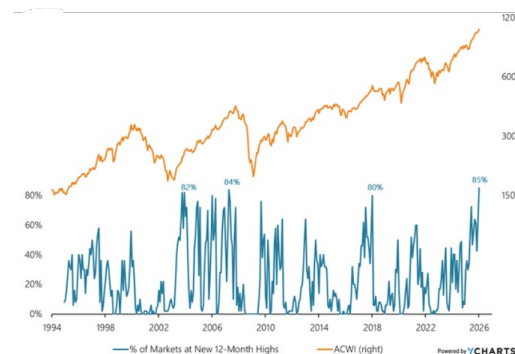
Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Porcentaje de acciones que batan al índice S&P 500



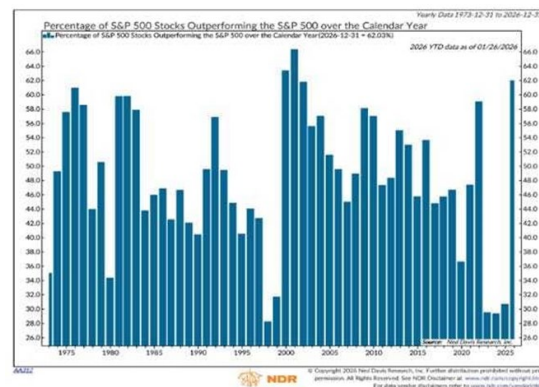
Fuente: Paulson Perspectives

Nuevos máximos globales y evolución del índice global de acciones ACWI



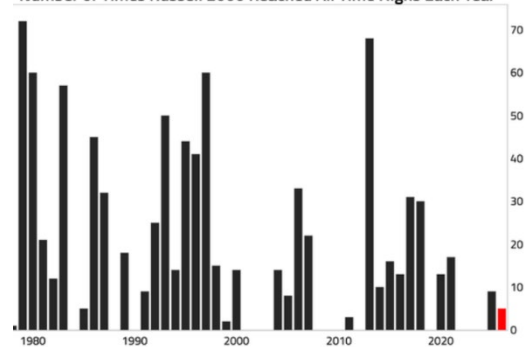
- ✓ Es la **14.ª** vez desde **1948** que, durante una expansión económica, el ritmo anual de crecimiento del empleo cae hasta solo el **0,37%**. Paradójicamente, es probable que el mercado bursátil tenga su mejor comportamiento en los próximos meses (gráf sup izq)
- ✓ En enero, el **85%** de los índices internacionales alcanzaron nuevos máximos mensuales, la participación más amplia en más de **30 años** de datos disponibles (gráf sup der)
- ✓ Hasta el 26 de enero, el **62%** de las acciones del S&P 500 han superado el rendimiento del índice, la mayor proporción desde 2001. Pero, la historia invita a la cautela. En tres de los cuatro años anteriores en los que más del 60% de las acciones superaron al índice, el S&P 500 cayó, con una pérdida media del **11.6%** (gráf inf der)

Porcentaje de acciones que batan al índice S&P 500



Número de veces que el índice Russell 2000 ha alcanzado máximos históricos cada año

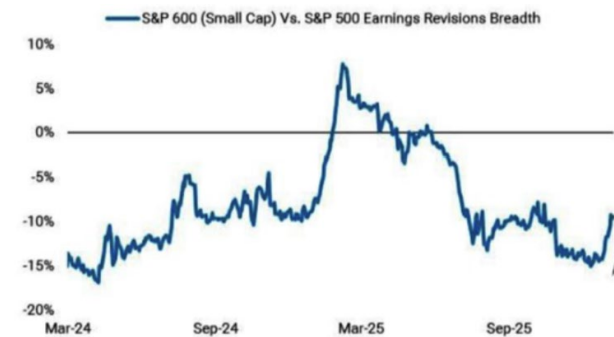
Number of Times Russell 2000 Reached All Time Highs Each Year



Fuente: DS

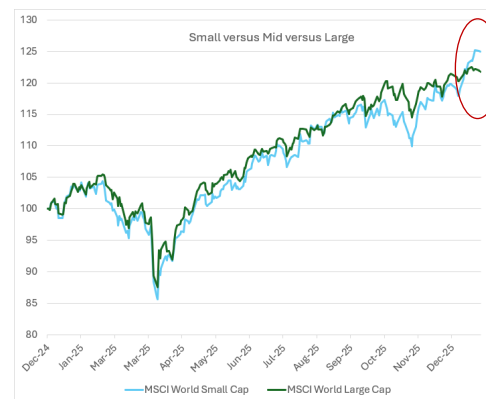
- ✓ EL **índice Russell 2000 de pequeñas compañías** ha alcanzado un número considerable de máximos en sólo 1 mes de mercado (graf sup izq)
- ✓ Las **revisiones de beneficios al alza** frente a la **baja** de las **pequeñas compañías** se han impuesto recientemente a las de las grandes compañías (gráfico inferior izquierdo)
- ✓ Desde **inicio de 2026** la **rentabilidad de las small caps** se ha **impuesto a la rentabilidad de las grandes compañías** a consecuencia de una mejora en las previsiones económicas derivadas de los fuertes estímulos fiscales en todas las geografías (gráf inf izq)

Earnings revisions breadth de pequeñas frente a grandes compañías

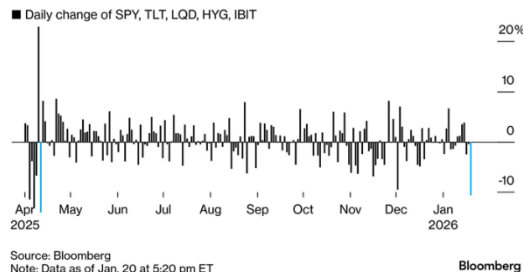


Source: FactSet, Morgan Stanley Research.

Evolución de la rentabilidad de las acciones globales de pequeñas compañías vs grandes compañías



Caída de cross assets en una sesión



- ✓ A raíz del **anuncio (después retirado)** de la imposición por parte de Trump de **aranceles** a los países europeos que se involucraran en la defensa de Groenlandia, las acciones, bonos y Bitcoin registraron su peor retroceso conjunto desde el *Liberation Day* (graf sup izq)
- ✓ El **liderazgo de las acciones americanas** se ha difuminado a la vez que el **USD se depreciaba** respecto al resto de divisas (gráfico inferior izquierdo)
- ✓ La **depreciación del USD** debería favorecer la revisión de beneficios al alza de las acciones americanas para los próximos meses (gráf inf izq)

Relación entre las variaciones de precios de las acciones americanas vs. resto del mundo y la depreciación del USD



Earnings revisión breadth y variación interanual de índice dólar (invertido)



Prime Book: US Net Trading Flow (positive value= buying)

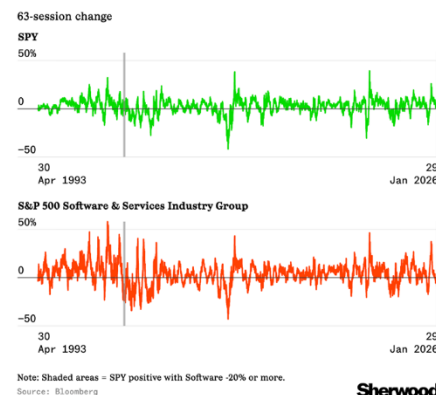


Múltiplos EV/FCF de software desde 2019



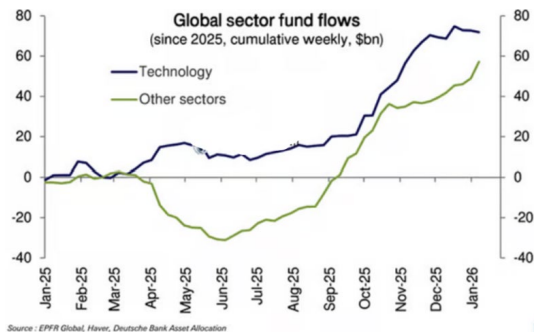
- ✓ La tecnología fue el sector con mayores ventas netas por segunda semana consecutiva, impulsado principalmente por ventas en corto y liderado por las acciones de software (gráf sup izq)
- ✓ Los múltiplos del software, medidos por EV/FCF, están en los niveles más bajos de más de 8 años: frente a la media de 38x exCOVID, actualmente cotizan a 28x (gráf sup der)
- ✓ La última vez que el grupo industrial Software & Services del S&P 500 cayó al menos un 20% durante un período de 63 sesiones mientras el S&P 500 se mantenía en positivo fue el **12 de junio de 2000** (gráf inf der)

Variación en 63 sesiones del índice S&P 500 y del índice de Software y Servicios

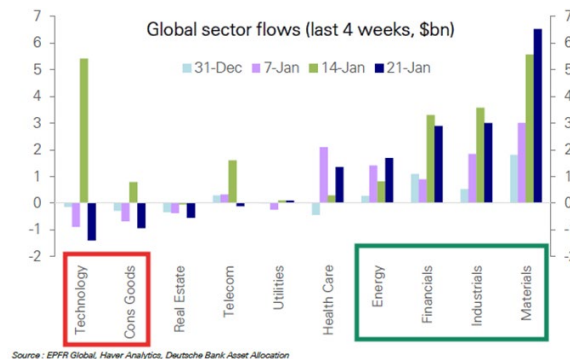


Sherwood

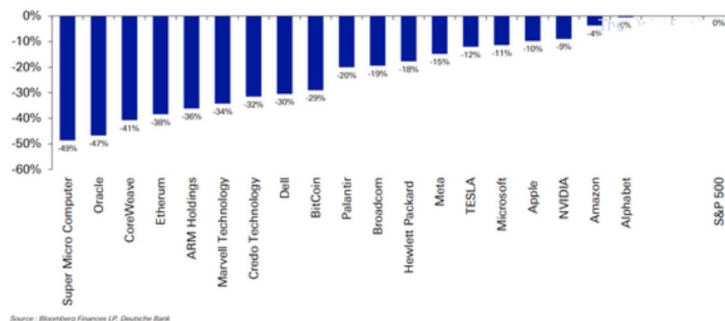
Flujos hacia tecnología y hacia otros sectores



Flujos hacia tecnología y hacia otros sectores



Caída desde máximos de una selección de acciones tecnológicas



- ✓ Los **fondos del sector tecnológico** han experimentado salidas de capital recientemente, mientras que otros sectores han recibido entradas (graf sup izq)
- ✓ Excepto en la semana del 14 de enero, la rotación desde tecnología hacia sectores cíclicos ha sido evidente durante el mes de enero (graf sup der)
- ✓ Con el S&P 500 en zona de nuevos máximos históricos, muchas de las **principales acciones tecnológicas** se encuentra bien por debajo de sus máximos históricos (gráf inf izq)

PER histórico (CAPE) de las acciones value y growth de mercados desarrollados



Peso diario (%) de las acciones value y growth en el índice S&P 500



Russel 1000 Growth / Russell 1000 Value

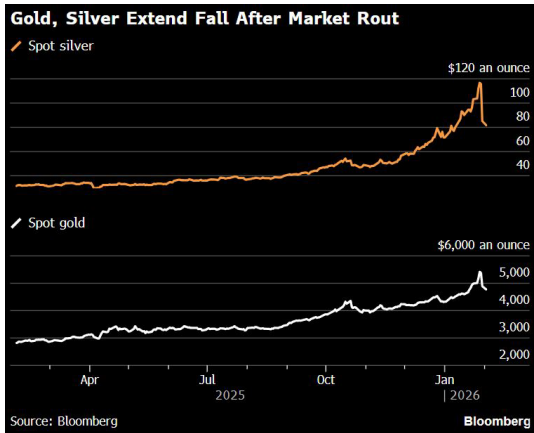


- ✓ Basándose en el **PER histórico**, las acciones value están mucho más baratas las acciones growth respecto al patrón histórico de descuento (graf sup izq)
- ✓ En los últimos 30 años nunca el peso de las acciones value había sido tan bajo respecto al de las acciones growth en el índice S&P 500 (gráfico superior derecho)
- ✓ Otras métricas como la **ratio Growth-Value** en el Russell 1000, se sitúan en niveles comparables a los máximos de la burbuja tecnológica (gráf inf izq)

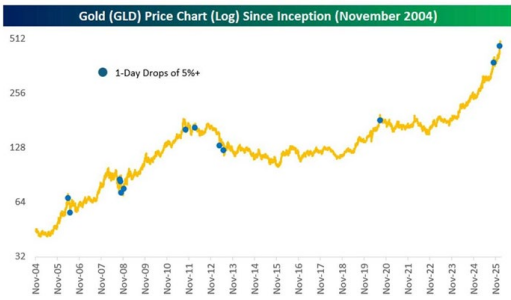
WORLD EQUITY RATIOS																				
01-feb-26		LAST	EPS				GROWTH			MOMENTUM			VALUATION					PERFORMANCE		
			Actual	EPS1w12	EPS26	EPS27	EPS24	EPS25	EPS26	%EPS 4Week	%EPS 6Month	RSI	PE Hoy	PE1w12	PE26	PE27	YIELD	%YTD	%3YR ANN.	VOL
MSCI WORLD	MXWO Index	4.528	196,5	199,5	223,1	251,8	1,5%	11,9%	12,9%	0,9%	4,1%	57	23,0x	22,5x	20,3x	18,0x	1,6%	2,3%	19%	15%
	S&P500	6.939	269,3	276,6	312,1	357,2	2,7%	12,8%	14,6%	1,3%	3,7%	53	25,8x	24,8x	22,2x	19,4x	1,2%	1,4%	20%	19%
	DOW JONES	48.892	2104,9	2140,1	2249,6	2582,5	1,7%	5,1%	14,8%	6,8%	5,2%	50	23,2x	22,7x	21,7x	18,9x	1,5%	1,8%	15%	17%
	NASDAQ100	25.552	780,0	839,4	996,1	1140,4	7,6%	18,7%	14,5%	0,6%	7,6%	50	32,8x	30,0x	25,7x	22,4x	0,6%	1,2%	27%	23%
	RUSSELL2000	2.614	70,2	70,2	110,1	141,6	0,0%	56,9%	28,6%	0,4%	-12,9%	50	37,3x	35,5x	23,7x	18,5x	1,8%	5,4%	11%	23%
	STOXX600	611	35,9	35,7	39,2	43,2	-0,4%	9,7%	10,4%	0,0%	1,1%	62	17,0x	17,0x	15,6x	14,1x	2,9%	3,2%	14%	14%
	EUROSTOXX50	5.948	331,9	331,8	364,2	404,5	0,0%	9,8%	11,1%	0,1%	-0,4%	55	17,9x	17,8x	16,3x	14,7x	2,7%	2,8%	16%	17%
	IBEX35	17.881	1161,8	1166,9	1250,1	1348,8	0,4%	7,1%	7,9%	-0,7%	2,9%	65	15,4x	15,2x	14,3x	13,3x	3,3%	3,7%	30%	16%
	FTSE100	10.224	689,2	681,4	735,8	804,4	-1,1%	8,0%	9,3%	-0,6%	2,4%	66	14,8x	14,9x	13,9x	12,7x	3,1%	3,0%	13%	12%
	DAX30	24.539	1388,8	1358,0	1564,4	1771,6	-2,2%	15,2%	13,2%	-0,3%	-3,7%	46	17,7x	17,8x	15,7x	13,9x	2,5%	0,2%	17%	18%
TOPIX	TPX Index	3.566	190,7	189,5	209,6	239,2	-0,6%	10,6%	14,1%	0,0%	8,3%	55	18,7x	18,6x	17,0x	14,9x	2,1%	4,6%	25%	21%
EMERGING MARKETS	MXEF Index	1.528	86,5	90,2	115,4	133,2	4,3%	27,9%	15,4%	0,6%	1,7%	70	17,7x	16,5x	13,2x	11,5x	2,2%	8,9%	17%	16%
ASIA PACIFIC ex Japan	MXAPJ Index	780	41,5	42,7	53,9	62,2	2,9%	26,3%	15,3%	1,0%	1,7%	70	18,8x	17,9x	14,5x	12,5x	2,1%	8,0%	15%	17%
BRAZIL	IBOV Index	181.364	13889,8	16076,9	17114,6	19714,6	15,7%	6,5%	15,2%	-2,3%	3,0%	75	13,1x	11,2x	10,6x	9,2x	5,3%	12,6%	18%	16%
CHINA	SHCOMP Index	4.118	221,2	261,4	292,6	na	18,2%	11,9%	na	-0,3%	0,5%	60	18,6x	15,6x	14,1x	na	2,6%	3,9%	11%	13%
INDIA	SENSEX Index	80.723	3985,3	3564,6	4017,6	4672,7	-10,6%	12,7%	16,3%	1,3%	0,2%	38	20,3x	22,4x	20,1x	17,3x	2,0%	-5,2%	12%	12%
FRONTIER MARKETS	MXFM Index	783	58,9	64,1	70,0	80,1	8,8%	9,2%	14,4%	2,4%	4,3%	65	13,3x	12,1x	11,2x	9,8x	4,3%	3,9%	21%	10%
EU Banks	SX7P Index	375	32,1	31,9	34,6	37,4	-0,7%	8,4%	8,2%	0,3%	3,8%	66	11,7x	11,7x	10,8x	10,0x	4,2%	5,5%	41%	23%
EU Energy	SXEP Index	442	32,1	32,4	32,2	36,0	1,0%	-0,5%	11,5%	-2,0%	4,1%	75	13,8x	13,6x	13,7x	12,3x	4,0%	9,3%	15%	20%
EU Utilities	SX6P Index	525	31,4	32,5	34,9	37,4	3,6%	7,5%	7,1%	-0,2%	0,3%	72	16,7x	16,1x	15,0x	14,0x	3,9%	8,0%	18%	15%
EU Telecoms	SXKP Index	267	15,0	15,5	17,8	19,5	3,8%	14,5%	9,7%	-1,8%	2,4%	67	17,8x	16,9x	15,0x	13,7x	4,0%	4,3%	14%	15%
EU Health	SXDP Index	1.179	66,1	65,8	69,0	76,0	-0,4%	4,8%	10,1%	-0,1%	-1,5%	54	17,8x	17,8x	17,1x	15,5x	2,3%	3,3%	9%	19%
EU Tech	SX8P Index	881	29,9	30,6	36,5	42,6	1,2%	19,5%	16,7%	-1,0%	4,3%	49	29,4x	28,3x	24,1x	20,7x	1,0%	5,3%	9%	23%
EU Industrials	SXNP Index	1.133	43,4	43,3	49,2	56,1	-0,4%	13,8%	14,0%	-0,1%	-1,6%	59	26,1x	25,9x	23,0x	20,2x	1,8%	6,1%	19%	20%
EU Construction	SXOP Index	853	45,5	43,6	48,2	53,3	-4,2%	10,6%	10,5%	-0,9%	-4,6%	52	18,7x	19,4x	17,7x	16,0x	2,4%	0,6%	16%	20%
EU Consumer Staples	SX3P Index	615	36,5	35,3	38,1	41,2	-3,2%	7,9%	8,2%	-0,2%	-4,1%	51	16,8x	17,3x	16,1x	14,9x	3,3%	-1,2%	-4%	15%
US Banks	IXM Index	658	37,5	38,6	41,1	44,5	3,0%	6,4%	8,3%	1,8%	5,7%	44	17,5x	16,9x	16,0x	14,8x	1,7%	-2,5%	15%	19%
US Energy	IXE Index	1.074	55,0	56,2	56,6	66,6	2,1%	0,9%	17,6%	0,1%	4,8%	77	19,5x	19,1x	19,0x	16,1x	2,9%	14,0%	9%	25%
US Utilities	SSUTIL Index	440	22,2	22,2	24,6	27,3	-0,3%	11,2%	10,7%	0,0%	-0,4%	53	19,8x	19,6x	17,8x	16,1x	2,8%	1,4%	11%	16%
US Telecoms	SSTELS Index	478	18,2	18,4	20,3	23,1	1,2%	10,0%	13,8%	-0,3%	-0,6%	70	26,2x	25,7x	23,6x	20,7x	0,7%	5,8%	36%	23%
US Health	IXV Index	1.563	79,2	78,4	82,8	94,1	-1,0%	5,6%	13,6%	-0,7%	0,4%	46	19,7x	19,8x	18,9x	16,6x	1,7%	0,0%	7%	18%
US Tech	IXT Index	2.899	86,7	92,2	119,6	142,6	6,3%	29,7%	19,2%	1,1%	5,9%	46	33,4x	30,6x	24,2x	20,3x	0,6%	0,0%	27%	28%
US Industrials	SSINDU INDEX	1.400	49,3	51,9	54,9	62,9	5,3%	5,8%	14,6%	7,4%	8,6%	60	28,4x	26,8x	25,5x	22,2x	1,3%	6,7%	19%	19%
US Homebuilders	SSHOME INDEX	2.740	209,7	185,6	206,6	253,8	-11,5%	11,3%	22,9%	-5,3%	-12,8%	47	13,1x	14,6x	13,3x	10,8x	1,3%	5,0%	14%	34%
US Consumer Staples	SSCONS INDEX	930	38,9	39,4	41,5	44,9	1,2%	5,3%	8,3%	0,1%	-0,7%	73	23,9x	23,5x	22,4x	20,7x	2,4%	7,7%	9%	14%

Fuente: Bloomberg, Consilio

La **plata** y el **oro** sufren su mayor caída desde 1981 tras el mayor rally en los metales desde finales de los años ´70s



Los puntos azules representan **caídas intradía del oro superiores al 5%**. Históricamente, sólo unas pocas caídas de esta magnitud han supuesto un cambio de tendencia



Fuente: Bespoke

Sin embargo, en las que sí supuso un cambio de tendencia, las caídas acumuladas tras tres meses supusieron **pérdidas notables**

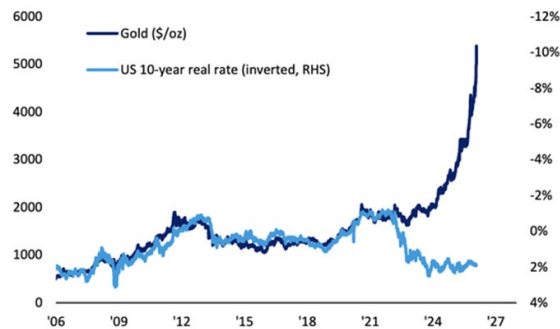
CURRENCIES & COMMODITIES	%1M	%12M
USD/EUR	-0,8%	-12,1%
CNY/USD	-0,6%	-4,0%
USD/JPY	1,0%	-0,3%
EUR/JPY	0,2%	-12,4%
DOLLAR INDEX SPOT	-1,3%	-10,0%
GLOBAL COMMODITIES	10,2%	18,0%
CRUDE OIL	12,0%	-9,8%
NATURAL GAS	30,0%	16,7%
GOLD INDEX	12,0%	75,1%

Fuente: Bloomberg, Consilio

Gold (GLD) One-Day Drops of 5%+							
Date	Price	% Change					
		Prior Month	1-Day	Next Day	Next Week	Next Mth	Next 3 Mths
5/15/2006	67.41	16.4	-5.2	1.8	-3.1	-17.0	-7.0
6/13/2006	55.92	-10.9	-6.8	-0.5	2.5	16.1	4.6
9/30/2008	85.07	13.1	-5.0	1.1	2.6	-13.3	1.5
10/10/2008	83.22	19.0	-7.4	-1.5	-7.2	-12.9	0.8
10/22/2008	71.71	-12.3	-5.7	-1.5	3.2	0.8	17.9
12/1/2008	75.65	12.6	-5.8	1.7	0.7	13.5	19.0
9/23/2011	159.80	-1.9	-5.5	-1.4	-1.1	-0.2	-1.7
2/29/2012	164.29	2.5	-5.3	1.4	-0.4	-1.7	-8.1
4/15/2013	131.31	-6.5	-8.8	1.1	5.0	5.4	-5.5
6/20/2013	123.60	-1.0	-5.4	1.2	-6.2	1.2	6.8
8/11/2020	179.94	11.7	-5.4	-0.5	4.6	1.7	1.8
10/21/2025	377.24	16.4	-6.4	0.0	-3.4	-0.8	17.6
1/30/2026	463.87	25.1	-7.5	?	?	?	?
Average		6.5	-6.2	0.2	-0.2	-0.6	4.0
Median		11.7	-5.7	0.5	0.2	0.3	1.7
% Positive		61.5%	0.0%	58.3%	50.0%	50.0%	66.7%
Avg. All Periods		0.9	0.1	0.1	0.3	1.0	3.0

Fuente: Bespoke

Precio del oro y tipos de interés reales (invertidos)

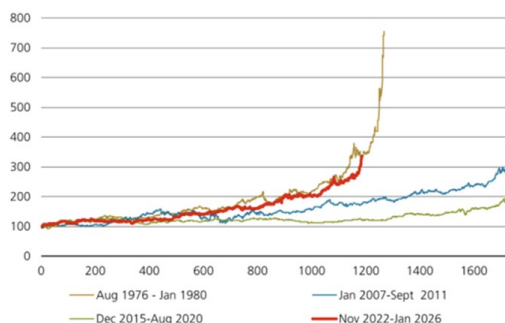


Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

- ✓ El precio del oro, a los actuales niveles implicaría **tipos reales negativos** cuando éstos se encuentran en el 2% (graf sup izq)
- ✓ El actual rally alcista del oro sólo ha tenido un parangón: el mayor rally alcista de la historia que se produjo en 1979-1980 (gráfico inferior izquierdo)
- ✓ El mercado alcista de 1980 (+380%) terminó con una caída tan vertical como la subida previa (-65%). Ello habría supuesto que un inversor que se hubiera beneficiado de la subida pero que hubiera también sufrido la bajada, habría obtenido tan solo una rentabilidad de **+69,38% (12,82% anual)**; una rentabilidad no despreciable pero muy lejos de la atesorada por quien vendió tras el rally. Esas reminiscencias, nos recuerdan a la situación vivida en las últimas sesiones de enero y las primeras de febrero, lo que nos lleva a adoptar una posición mucho más cauta sobre el metal (gráf inf izq)

Rentabilidad del oro en previos mercados alcistas

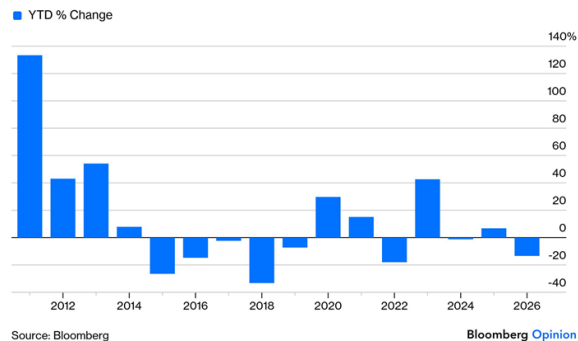


Source: Bloomberg, UBS

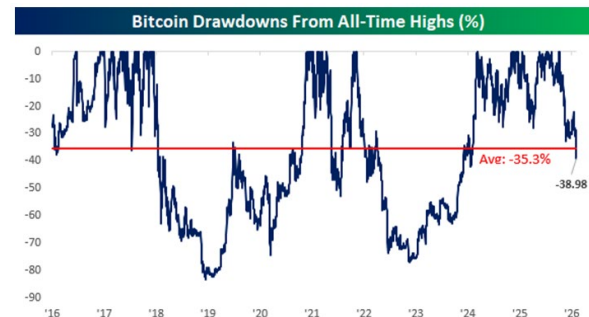
Compras de oro por parte de los bancos centrales



Rentabilidad anual del Bitcoin a 1 de febrero



Máximo drawdown histórico del Bitcoin



- ✓ La **rentabilidad anual de Bitcoin a 1 de febrero** es la segunda peor de los últimos 8 años con una pérdida acumulada de -10,5% en el año. La otra ocasión que comenzó con tan mal desempeño fue en **2022** cuando la Fed iniciaba una de las políticas monetarias más restrictiva de la historia (gráf sup izq)
- ✓ Desde el máximo de octubre, Bitcoin acumula una caída de **-40%**, arrastrando al resto de criptomonedas. Esta caída es superior a la caída media desde máximos que ha venido registrando históricamente de un **-35,5%** (gráf sup der)
- ✓ El comportamiento del Bitcoin durante los **últimos 5 años** ha sido mucho más volátil que el del oro y menos rentable (gráf inf der)

Evolución del precio del oro y de la cotización del Bitcoin



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