



José Mazoy, Phd
Director de Inversiones Global Santander Asset Management

Oro: un activo estratégico en un entorno macro y geopolítico en transformación

El oro ha recuperado protagonismo en los últimos años, no como una posición táctica de corto plazo, sino como un activo estratégico dentro de las carteras institucionales. En Santander Asset Management nuestra visión sobre el oro se ha ido construyendo de forma progresiva y por capas, integrando los factores financieros, macroeconómicos y estructurales. Este marco disciplinado permite explicar tanto el sólido comportamiento del oro como los episodios de volatilidad observados más recientemente.

Una tesis construida por capas

El punto de partida de nuestra visión sobre el oro fue fundamentalmente financiero. Durante 2022–2023, los tipos de interés reales alcanzaron niveles elevados, en un contexto de crecientes expectativas de que el ciclo de endurecimiento monetario se aproximaba a su punto máximo. En este entorno, con las rentabilidades de la liquidez y de la renta fija próximas a máximos cíclicos, el coste de oportunidad de mantener oro tenía mayor probabilidad de disminuir. Esto generaba una asimetría atractiva frente a otros activos defensivos y constituyó el principal motor en la fase inicial de nuestra tesis.

Tras el shock inflacionario posterior a la COVID, el marco de análisis se amplió. En lugar de asumir un retorno al entorno de inflación muy reducida y estable de la década prepandemia, nuestro escenario central ha contemplado unas dinámicas de inflación más complejas, incluso si la inflación cíclica se moderaba. Una mayor tolerancia a la volatilidad inflacionaria incrementa la relevancia de activos capaces de preservar el poder adquisitivo a medio plazo. En este contexto, el oro ganó tracción como seguro frente a la inflación, más que como mera cobertura táctica de corto plazo.

Un punto de inflexión estructural clave se produjo en 2022 con la congelación de las reservas internacionales de Rusia. Este episodio aceleró una tendencia ya en curso hacia la diversificación de las reservas oficiales fuera del dólar estadounidense. Desde entonces, la demanda sostenida por parte de los bancos centrales —en particular de China y otras economías emergentes— se ha convertido en un rasgo estructural del mercado del oro. Según nuestro análisis, se trata de un cambio de naturaleza estructural y no de un fenómeno meramente cíclico.

Esta dinámica se ve reforzada por los niveles históricamente elevados de deuda pública en las economías desarrolladas. En este marco, el oro actúa también como seguro frente al riesgo de política económica, y no únicamente como protección frente a la inflación.

Por último, nuestro marco incorpora un orden global más fragmentado y multipolar, con menor coordinación y un uso más estratégico de las divisas y los activos financieros. En este entorno, el oro recupera relevancia como activo de reserva neutral, no vinculado a ningún bloque geopolítico específico. Estos factores estructurales sustentan una demanda estructural persistente de oro.

Dinámica actual del mercado y consideraciones tácticas

Desde comienzos de 2025, la cotización del oro se ha visto influida por un fuerte resurgimiento de la demanda inversora, tanto institucional como minorista. En determinados momentos, estos flujos financieros han desplazado parcialmente las fuentes tradicionales de demanda, como la joyería y los usos industriales. Dado el carácter relativamente estrecho del mercado del oro, ello se ha traducido en intensas revalorizaciones, mayor volatilidad y episodios de tensión significativa.

El precio del oro subió en torno a un 25% a comienzos de 2026 antes de registrar una corrección abrupta. El detonante inmediato fue el anuncio de Kevin Warsh como candidato propuesto para presidir la Reserva Federal de Estados Unidos, interpretado por el mercado como una señal de un enfoque potencialmente más disciplinado en el control de la inflación y en la gestión del balance. Esto redujo temporalmente los riesgos de política económica que habían respaldado la cotización del oro.

Según nuestro análisis, esta corrección debe interpretarse como un ajuste saludable más que como un cambio en la tesis de fondo. Contribuyó a deshacer posicionamientos concentrados y permitió una estabilización del mercado. Cabe destacar que el oro recuperó posteriormente parte de las pérdidas, lo que sugiere que los factores estructurales permanecen intactos.

En el entorno actual, y dada la creciente relevancia de los flujos financieros, no descartamos la continuidad de episodios de volatilidad elevada en comparación con los estándares históricos. Estas dinámicas refuerzan la importancia de gestionar la exposición al oro dentro de un marco de asignación de activos disciplinado.

Perspectivas

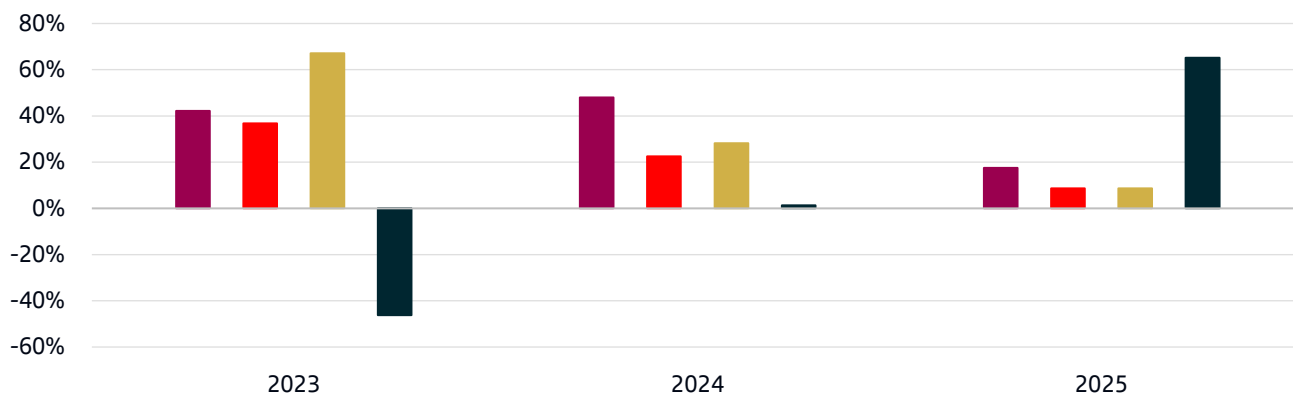
De cara a los próximos trimestres, estimamos que el papel estratégico del oro continúa respaldado por fuerzas estructurales, si bien los movimientos de corto plazo pueden seguir siendo volátiles. Cada vez más, los inversores institucionales están reevaluando el oro como activo diversificador dentro de las carteras, en algunos casos frente a la deuda pública de larga duración. En la House View de Santander Asset Management, el oro mantiene un papel relevante como diversificador estratégico en un entorno global incierto y en transformación.

Gráfico 1: Demanda de oro en EE.UU.

Fuente: Metals Focus, World Gold Council.

El reciente rally del oro ha estado impulsado por un fuerte resurgimiento de la demanda inversora, que en determinados momentos ha superado a las fuentes tradicionales, como la joyería y los usos industriales. En un mercado relativamente estrecho, este desplazamiento ha amplificado los movimientos de precios y ha contribuido a una mayor volatilidad a corto plazo.

■ Joyería ■ Tecnología ■ Lingotes y Monedas ■ ETFs



* Datos a 31 de diciembre de 2025. La demanda neta de joyería y tecnología se ha calculado asumiendo que el 90% del reciclaje procede de la joyería y el 10% de la tecnología.

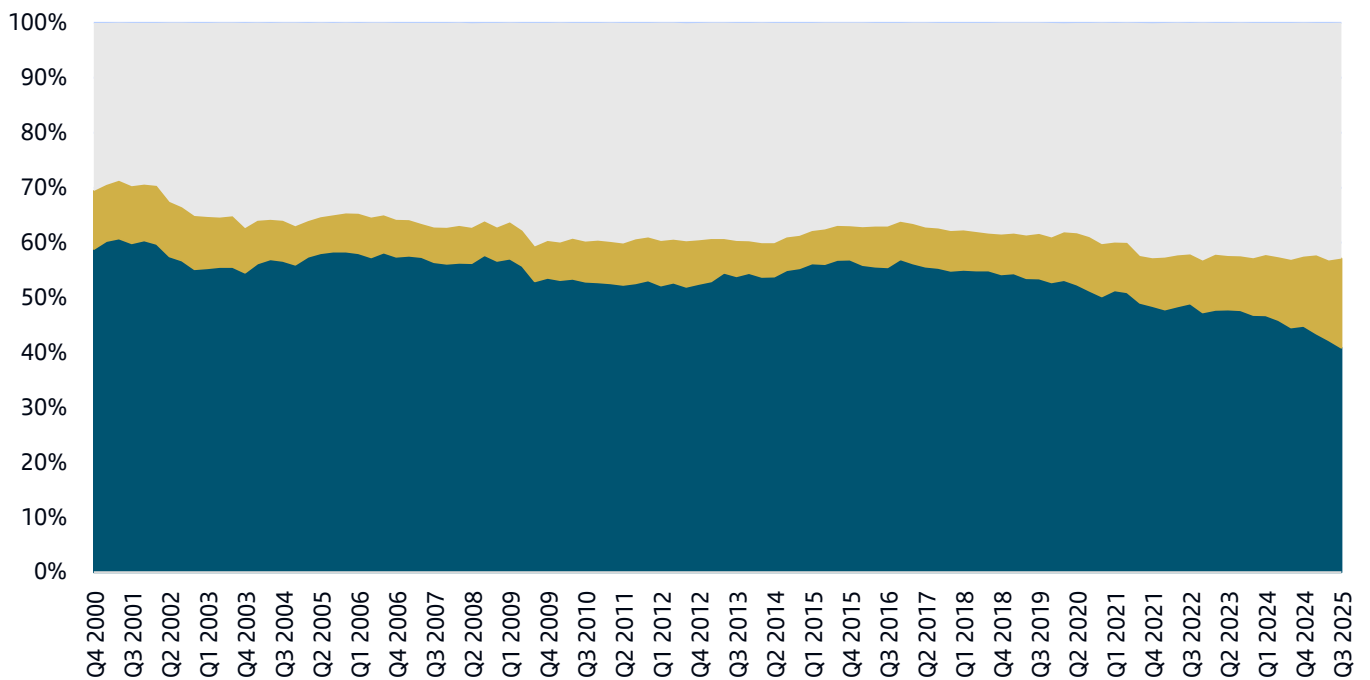
Gráfico 2: Evolución de las reservas de los bancos centrales

Fuente: IMF, LSEG Workspace, Santander Asset Management

Desde 2022, los bancos centrales han incrementado su asignación a oro como parte de una estrategia más amplia de diversificación de reservas. Esta tendencia responde a consideraciones estructurales en torno a la neutralidad del activo, el riesgo de política económica y la evolución del sistema monetario global, y sustenta una demanda estructural más persistente de oro.

% sobre los activos de reserva de los bancos centrales

■ Dólar ■ Oro ■ Otros



Información Legal Importante

Este informe ha sido elaborado por Santander Asset Management (en adelante, "SAM"). SAM es el nombre funcional del negocio de gestión de activos realizado por la entidad jurídica SAM Investment Holdings S.L. y sus sucursales, filiales y oficinas de representación.

El presente documento contiene previsiones económicas e información obtenida de varias fuentes. La información contenida en el presente documento puede haber sido recogida también de terceros. Se considera que todas estas fuentes son fiables, aunque la exactitud, integridad o actualización de esta información no está garantizada, ni implícita ni explícitamente, y está sujeta a cambios sin previo aviso. Las opiniones incluidas en este documento no pueden considerarse irrefutables y pueden diferir o ser, de cualquier manera, incoherentes o contrarias a las opiniones expresadas, ya sea verbalmente o por escrito, consejos o decisiones de inversión adoptadas por otras áreas de SAM.

El presente informe no ha sido preparado y no debe ser considerado en función de ningún objetivo de inversión. Este documento ha sido realizado con fines exclusivamente informativos, por lo que no constituye una recomendación, asesoramiento personalizado de inversiones, oferta o requerimiento de suscripción o venta de participaciones de cualquier activo o producto de inversión (en adelante "Activos Financieros"), y no debe ser considerado como base única para evaluar o valorar los Activos Financieros. Asimismo, la distribución de este documento a un tercero no constituye una oferta o asesoramiento de inversiones.

SAM no garantiza los pronósticos u opiniones expresados en este informe sobre los mercados o los Activos Financieros, incluyendo en relación con su rendimiento actual y futuro. Cualquier referencia a rentabilidades pasadas o presentes no deberá interpretarse como una indicación de los resultados futuros de los mencionados mercados o Activos Financieros. Los Activos Financieros descritos en este informe pueden no ser aptos para su distribución o venta en determinadas jurisdicciones o para ciertas categorías o tipos de inversores.

Salvo en los casos en los que así se indique de forma expresa en los documentos legales de un determinado Activos Financieros, éstos no son, y no serán, asegurados ni garantizados por ninguna entidad gubernamental, incluyendo el Federal Deposit Insurance Corporation. No representan una obligación de SAM ni están garantizados por dicha entidad y pueden estar sujetos a riesgos de inversión. Entre los riesgos cabe mencionar, a título enunciativo y no limitativo, riesgos de mercado y de tipos de cambio, de crédito, de emisor y contrapartida, de liquidez y de posibles pérdidas en la inversión principal. Se recomienda a los inversores consultar con sus asesores financieros, legales y fiscales, así como con cualquier otro asesor que consideren necesario a efectos de determinar si los Activos Financieros son apropiados en base a sus circunstancias personales y situación financiera. Santander y sus respectivos consejeros, representantes, abogados, empleados o agentes no asumen ningún tipo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño relacionado o que pueda surgir del uso de todo o de parte de este informe.

Rentabilidades pasadas no son indicadores de rentabilidades futuras. La rentabilidad puede variar debido a fluctuaciones del tipo de cambio. Cualquier referencia a aspectos fiscales debe ser entendido bajo las circunstancias personales del inversor y está sujeta a variaciones. Los costes derivados de la compra, tenencia o venta de los Activos Financieros pueden reducir su rentabilidad y no se reflejan en este informe.

Este informe no puede ser reproducido entera o parcialmente, distribuido, publicado o entregado, bajo ninguna circunstancia, a ninguna persona, ni se debe emitir información u opiniones sobre este informe sin que sea previamente autorizado por escrito, caso por caso, por SAM.

Cualquier material de terceros (incluidos logotipos y marcas comerciales) ya sea literal (artículos / estudios / informes / etc. o extractos de los mismos) o artístico (fotos / gráficos / dibujos / etc.) incluido en este informe / publicación está registrado a nombre de sus respectivos propietarios y sólo se reproducen de acuerdo con prácticas leales en materia industrial o comercial.