Santander
Asset Management

Informe de mercado 2027

El impulso de los beneficios empresariales





Todos los datos y cifras de textos y gráficos de este informe de mercado están recopilados a 13 de noviembre de 2026

© Santander Asset Management



Carmen Alonso
CEO SAM

Estimado inversor:

El impulso de los beneficios empresariales.

Nos complace presentar nuestro Market Outlook 2027, elaborado conjuntamente por nuestro equipo global y nuestros expertos locales. Este trabajo combina visión estratégica y análisis en profundidad, equilibrando las tendencias globales y locales para ayudarle a construir una cartera diversificada y sólida en un entorno cada vez más interconectado y dinámico.

2026 puso a prueba a la economía mundial: un conflicto inesperado, un shock energético y unos bancos centrales todavía en modo restrictivo. Y resistió. El crecimiento ha continuado y la economía global llega a 2027 con mayor solidez de la que los mercados anticipaban hace un año.

Nuestra convicción para 2027 es sencilla: los beneficios empresariales, y no las valoraciones, impulsarán la rentabilidad. Dos motores los sostienen: el ciclo de inversión en IA, con niveles récord de inversión en capacidad de computación, energía y semiconductores, y la resistencia del ciclo económico tradicional respaldado por el empleo, el consumo y la recuperación de la inversión empresarial. Juntos, extienden el crecimiento de los beneficios más allá de la tecnología estadounidense, hacia más sectores, regiones y compañías. Esta ampliación es el eje central de este informe.

De este análisis se desprenden tres ideas de inversión:

- **Renta variable de mercados desarrollados: impulsada por los beneficios.** Priorizamos compañías de calidad capaces de convertir la inversión en beneficios, con un crecimiento que se extiende mucho más allá del sector tecnológico y que estimamos en torno al 15% para la renta variable global.
- **Renta fija: el *carry* como eje central.** Las mayores TIRes de los bonos han recuperado su capacidad de generar ingresos, convirtiendo el *carry* en la principal fuente de rentabilidad, mientras que la duración puede aportar oportunidades adicionales a medida que mejore el entorno.
- **Materias primas: estabilidad para las carteras.** Un ciclo de inversión intensivo en recursos respalda la demanda, a lo que se suma su capacidad de diversificación frente a la inflación y los riesgos geopolíticos.

Este año damos también un paso que sitúa su cartera al mismo nivel de análisis el que aplican las mayores instituciones del mundo: nuestro *Total Portfolio Approach* (TPA). Por primera vez, los mercados públicos y privados se integran en un único modelo de rentabilidad, riesgo y correlación, que sirve de base para todas las decisiones estratégicas de este informe.

Este enfoque es especialmente relevante en los mercados privados. Ya no son un complemento, sino una parte esencial de una cartera diversificada. En el capital privado se identifican oportunidades en aquellas áreas donde confluyen necesidades estructurales de inversión, escasez de financiación y capacidad de generar retornos mediante una selección y estructuración disciplinadas.

El entorno es favorable, pero no sencillo. La geopolítica, las tensiones fiscales y unos tipos de interés elevados durante más tiempo todavía pueden alterar el escenario. Es entonces cuando nuestro conocimiento global y nuestro análisis local cobran mayor importancia. Con una visión estratégica de largo plazo, gestionamos activamente sus inversiones y le acompañamos en cada paso, para que cada decisión responda a sus objetivos personales y su cartera pueda adaptarse antes de que los mercados obliguen a hacerlo.

Afrontamos 2027 con convicción y un propósito claro: convertir un año impulsado por los beneficios en avances duraderos hacia sus objetivos. Puede contar con un enfoque cercano y responsable, y con un equipo comprometido a ayudarle a construir un futuro financiero sólido y seguro.

Gracias por su confianza.

El impulso de los beneficios empresariales



José Mazoy, PhD
Director de Inversiones Global SAM

Dos motores, una economía fuerte

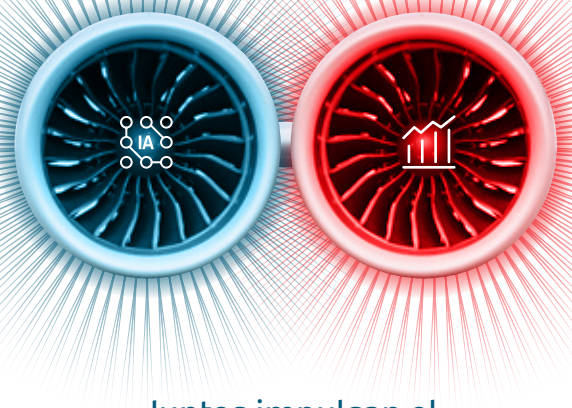
El ciclo de **la IA**

Invertir hoy para ganar productividad mañana.

Capex
Mayor inversión en infraestructuras de IA, centros de datos y semiconductores

Más demanda
Mayor demanda de capacidad de computación, energía y servicios avanzados

Ganancias de productividad
Mejoras graduales, pero relevantes, de la eficiencia en distintos sectores



El ciclo **tradicional**

Una economía resiliente que sigue respondiendo.

Consumidores
El empleo y los ingresos siguen respaldando el gasto

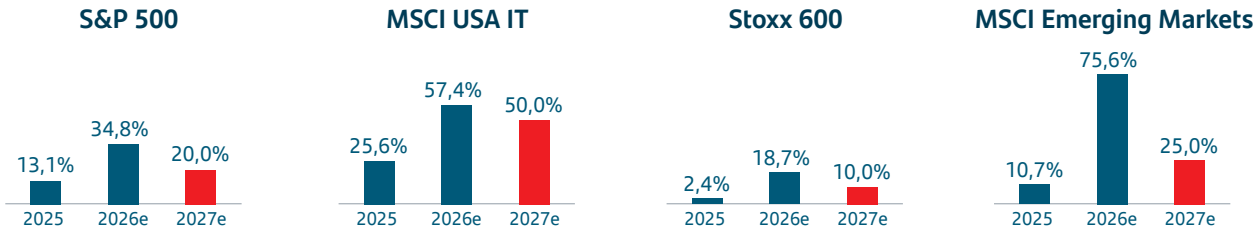
Inversión empresarial
Gana impulso de forma generalizada

Ampliación del crecimiento de beneficios
Se extiende a más sectores y regiones

Juntos impulsan el crecimiento de los beneficios

Crecimiento de beneficios y estimaciones

Crecimiento sólido y generalizado por regiones

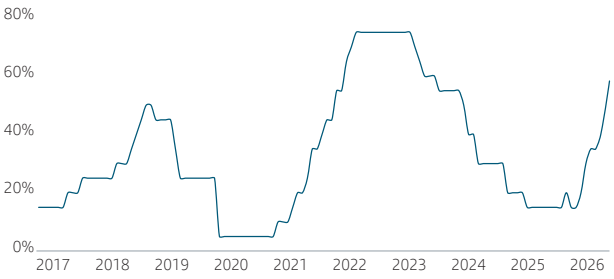


Source: I/B/E/S and Santander AM. e= estimaciones

Dos vientos en contra

Bancos centrales en modo restrictivo

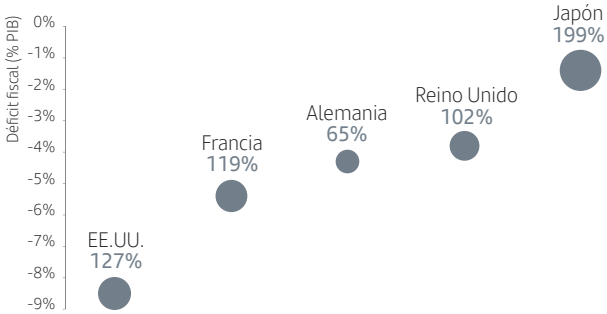
Porcentaje de bancos centrales* subiendo tipos



* Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, República Checa, Eurozona, India, Indonesia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Polonia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Turquía, Reino Unido, EE.UU.

Mayor preocupación fiscal

Tamaño de los círculos = Deuda pública (% PIB)



Fuente: FMI, World Economic Outlook Octubre 2026

A punto de finalizar 2026, dejamos atrás un año que comenzó con perspectivas especialmente favorables para las economías y los mercados financieros, pero que pronto tuvo que hacer frente a un conflicto inesperado y a un shock energético cuyos efectos siguen condicionando el escenario global. Una vez más, la economía mundial ha tenido que enfrentarse a un desafío. Y, una vez más, ha demostrado una notable capacidad para absorber el impacto y seguir creciendo.

Esta resiliencia es nuestro punto de partida para 2027. El entorno de inversión se ha vuelto, sin duda, más complejo. La fragmentación geopolítica, las preocupaciones fiscales y unos tipos de interés a largo plazo más elevados han dejado de ser perturbaciones transitorias para convertirse en factores cada vez más estructurales. Aun así, los pilares de la expansión se mantienen, respaldados por dos motores potentes y complementarios: el ciclo de inversión en IA y un ciclo económico tradicional sostenido por el consumo y la inversión empresarial.

Esta combinación mantiene un escenario favorable para la inversión, si bien la selección y combinación de activos cobran cada vez más relevancia. Los beneficios empresariales siguen ocupando un lugar central en nuestra tesis de inversión, mientras que TIRes más altas ofrecen una atractiva fuente de ingresos recurrentes en los mercados de renta fija. En este contexto, identificamos tres grandes ideas de inversión para 2027: renta variable de mercados desarrollados respaldada por el crecimiento de los beneficios, renta fija con el *carry* como protagonista y materias primas como fuente de diversificación de las carteras.

1. Renta variable de mercados desarrollados: un año impulsado por los beneficios

La renta variable de mercados desarrollados sigue ocupando un lugar central en nuestra estrategia para 2027. Nuestra convicción descansa cada vez más en el crecimiento de los beneficios y menos en una expansión adicional de los múltiplos. La resiliencia del ciclo económico continúa respaldando los ingresos y los márgenes empresariales, mientras que el ciclo de inversión en IA aporta una fuente adicional de crecimiento a través del aumento de la inversión, la creciente demanda de capacidad de computación y, progresivamente, las ganancias de productividad. Al mismo tiempo, el ciclo tradicional continúa ofreciendo apoyo, lo que permite que el crecimiento de los beneficios siga extendiéndose más allá de la tecnología y alcance a un mayor número de sectores y regiones.

La tecnología lidera, pero el crecimiento de los beneficios se extiende a más sectores

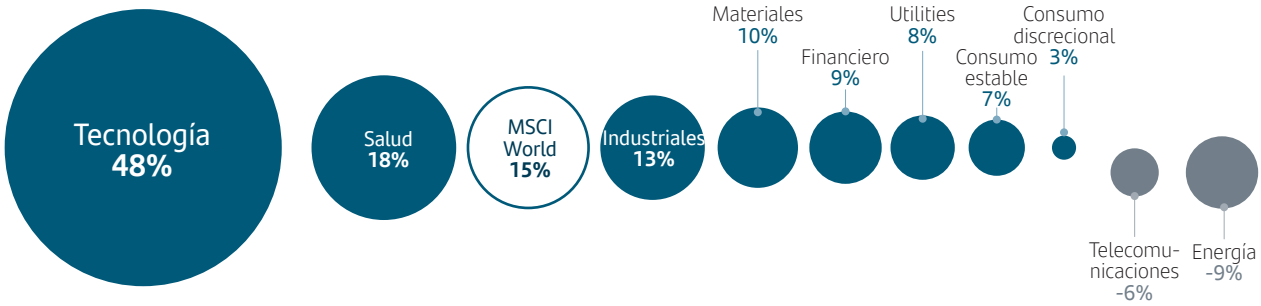
La resiliencia del ciclo y el dinamismo de la inversión respaldan un sólido crecimiento de los beneficios en el grueso de los sectores en 2027.

Una economía resiliente
Impulsa los ingresos y protege los márgenes

Vientos en contra
Política monetaria restrictiva y tensiones fiscales

Un entorno más favorable
Si, como esperamos, los precios energéticos se moderan

MSCI World, estimación de crecimiento del BPA en 2027 por sectores



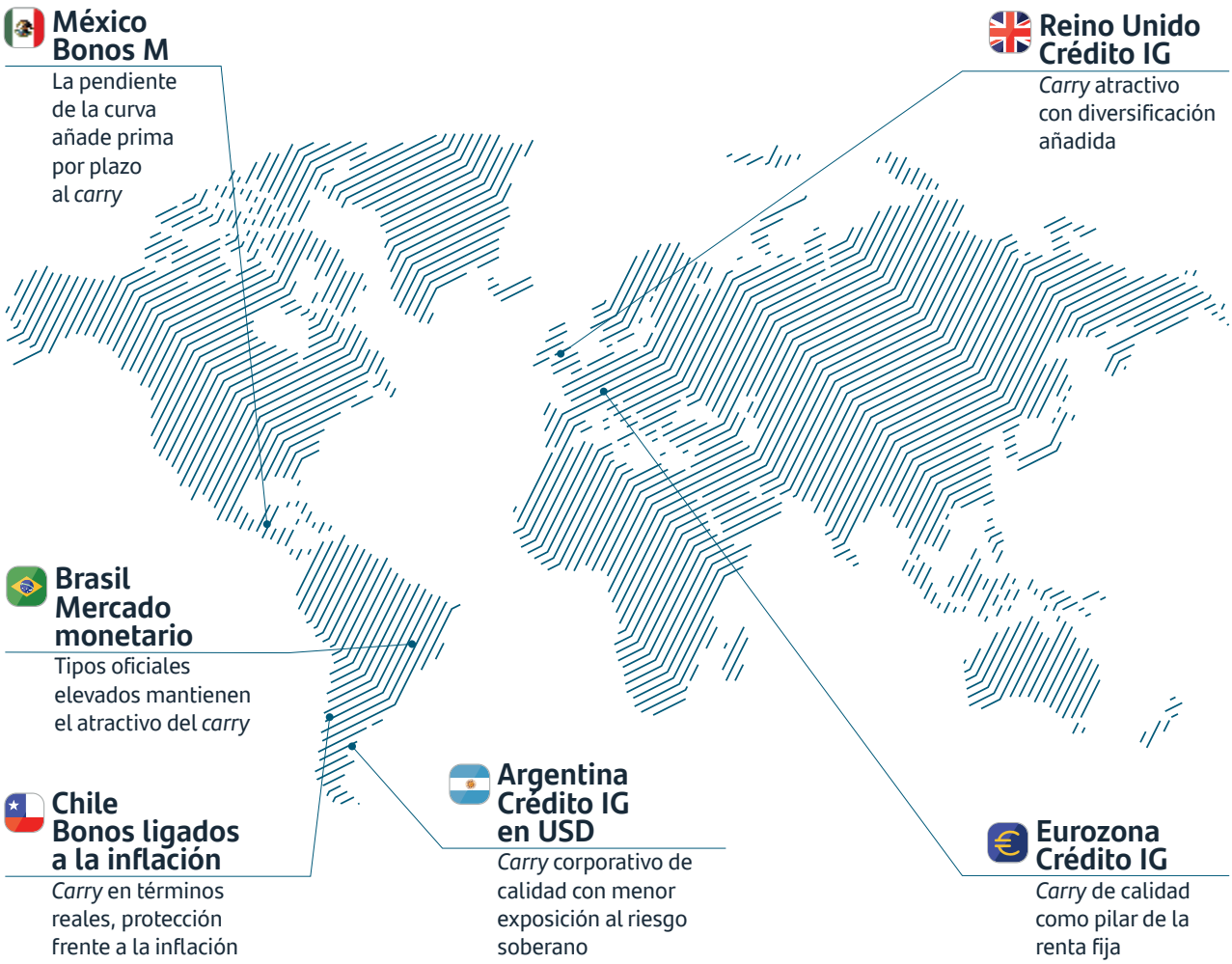
Esta ampliación es un elemento central de nuestra tesis de inversión. En Estados Unidos, esperamos que la solidez de los beneficios empresariales siga siendo el principal motor del mercado y que su crecimiento continúe extendiéndose más allá de la tecnología, a medida que los efectos positivos de la inversión y de la resiliencia económica alcancen a un mayor número de compañías. En la Eurozona, el fortalecimiento de la demanda interna y el estímulo fiscal, con Alemania como importante

catalizador, ofrecen un entorno más favorable para los beneficios empresariales. Por ello, en los mercados desarrollados favorecemos compañías de calidad, con balances sólidos, elevada generación de caja y capacidad para transformar la inversión y el crecimiento nominal en un aumento sostenible de los beneficios. Este énfasis en la calidad cobra especial importancia mientras los mercados siguen haciendo frente a vientos en contra, desde los elevados precios de la energía hasta unas condiciones monetarias restrictivas y las tensiones fiscales. Las compañías con fundamentales más sólidos deberían estar mejor preparadas para absorber estas presiones hasta que el entorno se vuelva más favorable, especialmente si, como esperamos, la tensión en los precios energéticos se modera a lo largo del año.

2.Renta fija: el *carry* toma el protagonismo

Los tipos de interés más elevados han transformado profundamente el abanico de oportunidades en renta fija. En 2027, los inversores no necesitan depender de una relajación monetaria agresiva ni de fuertes caídas de las TIRes para obtener rentabilidades atractivas. Los niveles actuales ya ofrecen una fuente relevante de ingresos recurrentes. Por eso, nuestro punto de partida para 2027 es claro: primero, el *carry*. La resiliencia del crecimiento, la persistencia de las preocupaciones fiscales y unas primas por plazo estructuralmente más elevadas mantendrán previsiblemente altos los tipos a largo plazo.

La duración podría convertirse en una fuente adicional de rentabilidad a medida que avance el año, especialmente si se moderan las presiones inflacionistas y los bancos centrales disponen de mayor margen para adoptar una postura menos restrictiva. Hasta entonces, la oportunidad reside en identificar dónde resulta más atractivo el *carry* dentro de los mercados de renta fija. Dependiendo de la posición de cada economía en los ciclos económico y monetario, de la forma de su curva de tipos y de las características específicas de cada mercado, podemos encontrar oportunidades especialmente atractivas en distintos segmentos, desde los mercados monetarios y la deuda soberana hasta el crédito corporativo de alta calidad. Esto nos permite capturar *carry* atractivo en distintas geografías, manteniendo al mismo tiempo la selección en duración y riesgo de crédito y la flexibilidad necesaria para aumentar la duración cuando el entorno macroeconómico resulte más favorable.



3. Materias primas: respaldadas por el ciclo global de inversión

Las materias primas constituyen nuestra tercera idea de inversión para 2027, respaldadas por un ciclo global de inversión cada vez más intensivo en recursos. El gasto en infraestructuras, la electrificación, las inversiones vinculadas a la IA y el aumento del gasto en defensa y seguridad energética deberían sostener la demanda de energía y materias primas, proporcionando un soporte estructural al activo. El ciclo de inversión también está generando oportunidades más allá de las propias materias primas. En Chile, unas valoraciones atractivas y el renovado impulso para desbloquear proyectos de inversión, junto con la recuperación de la actividad económica y de los beneficios empresariales, respaldan nuestra visión favorable sobre la renta variable local.

Al mismo tiempo, las materias primas constituyen una valiosa fuente de diversificación para las carteras. En un mundo caracterizado por una mayor fragmentación geopolítica, una creciente atención a la seguridad del suministro y la persistencia de la incertidumbre en torno a la inflación, su distinta sensibilidad a la evolución de la economía real y a los factores de oferta puede complementar la exposición tradicional a renta variable y renta fija. Al mismo tiempo, las oportunidades probablemente variarán entre los distintos tipos de materias primas, lo que refuerza la importancia de mantener un enfoque selectivo, como analizamos con mayor detalle más adelante en este Informe.

Nuestros CMAs anticipan mayores rentabilidades para los próximos siete años

Estas tres ideas de inversión reflejan la combinación de nuestras capacidades globales y locales y se apoyan en nuestro modelo propio de CMAs, que nos permite integrar los mercados públicos y privados en un único marco de análisis. Respecto al año pasado, nuestras estimaciones de rentabilidad a siete años mejoran en las distintas clases de activo, ofreciendo un punto de partida más atractivo para los inversores.

Bajo la lupa del CIO

Completar la cartera: el papel de los activos privados

Nuestros tres ejes de inversión para 2027 destacan las oportunidades que identificamos en los mercados cotizados: desde la renta variable impulsada por los beneficios y la renta fija respaldada por el *carry*, hasta las materias primas favorecidas por el ciclo global de inversión. Sin embargo, una proporción creciente de la economía —y de la rentabilidad que genera— se sitúa ya fuera de los mercados cotizados.

Antes de que el capítulo 4 analice oportunidades concretas en activos alternativos, esta sección explica por qué los mercados privados merecen un lugar estructural en las carteras de los clientes y cómo enfoques como el *Total Portfolio Approach* (TPA) integran activos cotizados y privados bajo un marco común.

Mercados cotizados: siguen siendo el núcleo, pero ya no lo abarcan todo

Los mercados cotizados siguen siendo el pilar de las carteras de los clientes: líquidos, transparentes y eficientes. Pero ya no representan toda la economía. El número de empresas cotizadas lleva dos décadas disminuyendo en la mayoría de los mercados desarrollados —en EE. UU. y Europa se ha reducido aproximadamente a la mitad desde mediados de los noventa—, mientras las compañías permanecen más tiempo en manos privadas y, cuando salen a bolsa, lo hacen mucho después de su fase de mayor crecimiento.

Paralelamente, ha aumentado la concentración de los índices, en algunos casos con un reducido grupo de megacapitalizadas que explica buena parte de la rentabilidad de la renta variable cotizada. Entretanto, la deuda privada *(private debt)* se ha convertido en una fuente de financiación cada vez más relevante para sectores como la vivienda y las empresas de tamaño medio, mientras los gobiernos, con niveles de deuda históricamente elevados, recurren también al capital privado para financiar las infraestructuras que requieren la electrificación, la digitalización y la transición energética.

Tres funciones de los activos privados

Consideramos útil atribuir a los activos privados tres funciones complementarias, en lugar de una sola. En primer lugar, completar la cartera. Los mercados privados permiten acceder a fuentes de rentabilidad ausentes de los índices cotizados: empresas de tamaño medio, inmobiliario, infraestructuras, financiación del comercio y financiación de la economía real en sentido amplio. En este sentido, la inversión en activos privados no es tanto una «alternativa» como una ampliación del universo de inversión. En segundo lugar, mejorar la rentabilidad: los inversores capaces de comprometer capital a plazos más largos pueden capturar las primas de iliquidez y complejidad de los activos privados, que estimamos en aproximadamente dos o tres puntos porcentuales anuales frente a exposiciones cotizadas comparables, netos de las mayores comisiones de estas estrategias. Para el capital verdaderamente a largo plazo, la inmovilización no es un coste, sino una fuente de rentabilidad. Y en tercer lugar, equilibrar el riesgo: los activos privados ofrecen exposiciones económicas —a ciclos de crédito, activos reales, flujos de ingresos contractuales y capacidad de gestión— escasamente representadas en los mercados cotizados. Pueden así reducir el predominio del factor renta variable en carteras orientadas al crecimiento o del riesgo de tipos de interés en carteras defensivas.

Además, dado que la dispersión entre los gestores de activos privados del cuartil superior e inferior es mucho mayor que en los mercados cotizados, la selección y el acceso resultan decisivos: ahí es donde una plataforma global de gestión activa aporta valor.

Una visión integrada de toda la cartera

La forma tradicional de incorporar alternativos —añadir una asignación fija a una cartera 60/40— trata la frontera entre mercados cotizados y privados como una división fundamental. No compartimos esa visión. Lo relevante no es la categoría de un activo, sino los riesgos y fuentes de rentabilidad que aporta al conjunto. Nuestro *Total Portfolio Approach* (TPA) evalúa, por tanto, todas las posiciones, cotizadas o privadas, mediante los mismos factores de riesgo: crecimiento, tipos de interés, inflación, crédito, volatilidad, divisas e iliquidez. Un bono soberano y un fondo de deuda de infraestructuras pueden pertenecer a distintas «clases de activos», pero ambos presentan exposición a tipos e inflación; la renta variable cotizada y el *private equity* comparten el factor crecimiento, aunque difieren en la prima de iliquidez que ofrecen.

Este marco común cumple tres funciones. Primero, permite comparar las rentabilidades esperadas: nuestros Supuestos del Mercado de Capitales (*Capital Markets Assumptions*, CMAs) se elaboran con criterios homogéneos para activos cotizados y privados. Las estimaciones

para estos últimos incorporan explícitamente la dinámica del ciclo de vida de los fondos —añadas *(vintages)* y curva J, utilizando datos especializados como los de Preqin—, mientras sus primas de iliquidez y complejidad se valoran y contrastan con las condiciones actuales de mercado. El riesgo también se ajusta para corregir el efecto introducido por las valoraciones basadas en tasaciones y no en precios de mercado, evitando infravalorar la volatilidad de los activos privados. Esta coherencia es importante porque ambos mercados están conectados: las condiciones de los mercados cotizados determinan, por ejemplo, el entorno de desinversión de las operaciones de *private equity*, por lo que ninguno puede evaluarse de forma aislada. Segundo, proporciona un mecanismo de ajuste al gestor: dado que la exposición a mercados privados no puede modificarse fácilmente, la parte líquida se gestiona activamente —con los mercados secundarios y los vehículos de continuación como vías adicionales de liquidez parcial— para mantener en todo momento el equilibrio deseado de factores de riesgo de la cartera total. La parte ilíquida contribuye a ese equilibrio, en lugar de quedar al margen. Tercero, adapta la composición a los objetivos de cada inversor: el peso y la composición de los activos privados se determinan ajustando cuidadosamente los pasivos, objetivos y tolerancia a la inmovilización del capital de cada cliente a las necesidades de liquidez de la cartera. La exposición a activos privados adecuada para un mandato de preservación de capital o generación de rentas difiere sustancialmente de la diseñada para un inversor orientado al crecimiento.

Factor de riesgo	Qué captura
Crecimiento	Riesgo general de renta variable y crecimiento económico, ajustado por el efecto de los tipos reales
Tipos de interés	Riesgo de duración y sensibilidad a las expectativas de política monetaria
Inflación	Expectativas de inflación implícitas en el mercado
Crédito	Riesgo de impago y del ciclo crediticio, aislado del efecto de la renta variable
Volatilidad	Incertidumbre del mercado y valoración del riesgo de cola
Divisas	Riesgo de divisa, dominado por la fortaleza del dólar estadounidense
Iliquidez	Prima exigida por inmovilizar capital, especialmente elevada en deuda privada, inmobiliario e infraestructuras

Los factores de riesgo del *Total Portfolio Approach*: un mismo marco aplicado a todas las posiciones, cotizadas o privadas.

Diseñado en torno a los objetivos del cliente

La finalidad de este marco no es la sofisticación técnica, sino la adecuación al inversor. La principal ventaja de incorporar activos privados es la posibilidad de adoptar un enfoque de soluciones adaptado a las circunstancias de cada cliente. Algunos necesitan que la cartera genere un nivel determinado de ingresos anuales; otros deben atender flujos de caja futuros específicos o financiar compromisos a muy largo plazo. Los activos privados —con sus ingresos contractuales, primas de iliquidez y distintos perfiles de flujos de caja— amplían las posibilidades de la cartera, mientras que el enfoque de cartera total determina el peso de cada componente en función de las restricciones del cliente. El acceso también se está ampliando: las estructuras *evergreen* (sin vencimiento definido) y los vehículos elegibles como ELTIF (fondos europeos de inversión a largo plazo) acercan estas exposiciones a los inversores particulares, mientras que la distribución escalonada de compromisos entre añadas *(vintages)* suaviza la curva J y evita los desajustes de liquidez que penalizaron a las carteras sobreexpuestas a partir de 2022. Nuestras soluciones de inversión se diseñan en función de las necesidades de cada cliente, y no al revés.

Las clases de activos son etiquetas; los factores de riesgo son lo esencial. La pregunta adecuada no es cuánto asignar a alternativos, sino qué riesgos y fuentes de rentabilidad faltan en la cartera

Un universo de inversión más amplio para una economía en transformación

El capítulo 4 analiza dónde está dando respuesta el capital privado a las necesidades de financiación de la economía real: desde la promoción residencial en España y la financiación corporativa respaldada por activos hasta las infraestructuras y las tecnologías avanzadas para el clima. Desde la perspectiva de cartera total, no son inversiones exóticas ajenas a la asignación principal, sino vías complementarias para obtener exposición a tendencias económicas emergentes, aunque estructurales, con la ventaja adicional de que la orientación inversora a largo plazo está remunerada. El *private equity*, la mayor clase de activos privados, se rige por el mismo marco de factores de riesgo, independientemente del mandato del cliente en el que se incorpore.



01

Supuestos del Mercado de Capitales (Capital Markets Assumptions, CMAs)

Expectativas de rentabilidad a un horizonte estratégico de largo plazo



Luiz Felix, PhD
Director Global de Asignación
de Activos SAM

La asignación estratégica de activos (SAA) sigue siendo el principal factor determinante de los resultados de las carteras a largo plazo y explica, por lo general, más del 80% de la variabilidad de las rentabilidades a lo largo del tiempo. Su definición se fundamenta en un conjunto riguroso de Supuestos del Mercado de Capitales (CMAs), que permiten trasladar las perspectivas macroeconómicas a estimaciones de rentabilidad y riesgo. La actualización de los CMAs de este año refleja dos cambios estructurales registrados durante los últimos doce meses. En primer lugar, la transición hacia un entorno de tipos de interés elevados durante más tiempo, impulsada por un repunte de la inflación derivado del encarecimiento de la energía, ha incrementado aproximadamente un punto porcentual las rentabilidades iniciales de la renta fija y, con ello, la rentabilidad que cabe esperar de los bonos a medio plazo. En segundo lugar, la resistencia de las ventas y los márgenes empresariales ha sustentado un nuevo avance de la renta variable mundial, al tiempo que ha elevado moderadamente las expectativas de rentabilidad en la mayoría de las regiones y ha confirmado el crecimiento de los beneficios como principal motor de las rentabilidades futuras.

Rentabilidad nominal esperada a 7 años[1]

		Moneda local	1-año Δ local	USD	EUR	GBP
Renta variable	Bolsa Mundial	8,9%	0,2%	9,0%	8,7%	9,0%
	Bolsa EE.UU.	8,9%	0,4%	8,9%	8,6%	8,9%
	Bolsa Eurozona	9,0%	0,3%	9,3%	9,0%	9,3%
	Bolsa Reino Unido	8,6%	-0,5%	8,6%	8,3%	8,6%
	Bolsa Japón	9,8%	-0,4%	10,2%	10,0%	10,2%
	Bolsa emergente	10,8%	0,6%	10,0%	9,8%	10,0%
Gobiernos	Gobierno EE.UU.	5,6%	1,1%	5,6%	4,4%	5,5%
	Gobierno Eurozona	4,7%	1%	5,9%	4,7%	5,8%
	Gobierno Reino Unido	5,8%	0,7%	5,9%	4,7%	5,8%
	Gobiernos 10Y+ EE.UU.	6,2%	1%	6,2%	5,0%	6,1%
	Gobiernos 10Y+ Eurozona	5,2%	0,8%	6,4%	5,2%	6,3%
	Gobiernos 10Y+ Reino Unido	6,3%	0,5%	6,4%	5,1%	6,3%
	Bonos ligados a la inflación EE.UU.	5,4%	1,3%	5,4%	3,9%	5,3%
	Bonos ligados a la inflación Europa	5,0%	0,6%	6,2%	4,7%	6,1%
Crédito	Investment Grade EE.UU.	6,7%	1,2%	6,7%	5,5%	6,6%
	Investment Grade Eurozona	4,8%	1,1%	6,0%	4,8%	5,9%
	Investment Grade Reino Unido	6,3%	0,8%	6,4%	5,2%	6,3%
	High Yield EE.UU.	7,9%	1,3%	7,9%	6,6%	7,7%
	High Yield Eurozona	6,1%	1,3%	7,3%	6,1%	7,2%
	Deuda emergente en USD	7,6%	0,9%	7,6%	6,3%	7,4%
	Deuda emergente moneda local	7,9%	0,6%	7,2%	7,0%	7,2%
	Materias primas	5,7%	0,1%	5,7%	5,4%	5,7%
Mercados privados[2]	*Private Equity*	11,0%		11,1%	10,8%	11,1%
	Venture Capital	15,6%		15,7%	15,4%	15,7%
	Real Assets	10,9%		11,0%	10,7%	11,0%
	infrastructure	8,7%		8,8%	8,6%	8,8%
	Private Debt	7,6%		8,8%	7,6%	8,7%
	Trade Finance	4,5%		5,7%	4,5%	5,6%
	Asset Backed Lending	7,8%		9,1%	7,8%	9,0%

Fuente: Santander AM.

[1] *Las rentabilidades expresadas en las tres divisas de referencia (EUR, USD y GBP) se presentan sin cobertura del riesgo de tipo de cambio para la renta variable, las materias primas, la deuda de mercados emergentes denominada en moneda local y los activos privados, y con cobertura del riesgo de tipo de cambio para el resto de los activos de renta fija. Las rentabilidades de los activos privados se presentan netas de comisiones, mientras que las de los activos cotizados se presentan brutas.*

[2] *Las rentabilidades de los activos privados se presentan netas de comisiones para reflejar el impacto de las comisiones de gestión y de la participación en los beneficios (carried interest) sobre la rentabilidad obtenida por los inversores, mientras que las rentabilidades de los activos cotizados se presentan brutas de comisiones para garantizar la comparabilidad entre los mercados líquidos, donde los costes varían en función del mandato de inversión y de la forma de ejecución de la estrategia. Las rentabilidades de Private Debt, la financiación del comercio Trade Finance y Asset Backed Lending se calculan suponiendo inversiones denominadas en euros, mientras que las de Private Equity, Venture Capital, Real Estate e Infrastructure se basan en carteras diversificadas a escala mundial.*

En conjunto, estos factores dan lugar a una distribución más equilibrada de las rentabilidades esperadas entre las distintas oportunidades de inversión y refuerzan los argumentos a favor de mantener exposición a duración junto con la renta variable en el marco de una asignación estratégica diversificada.

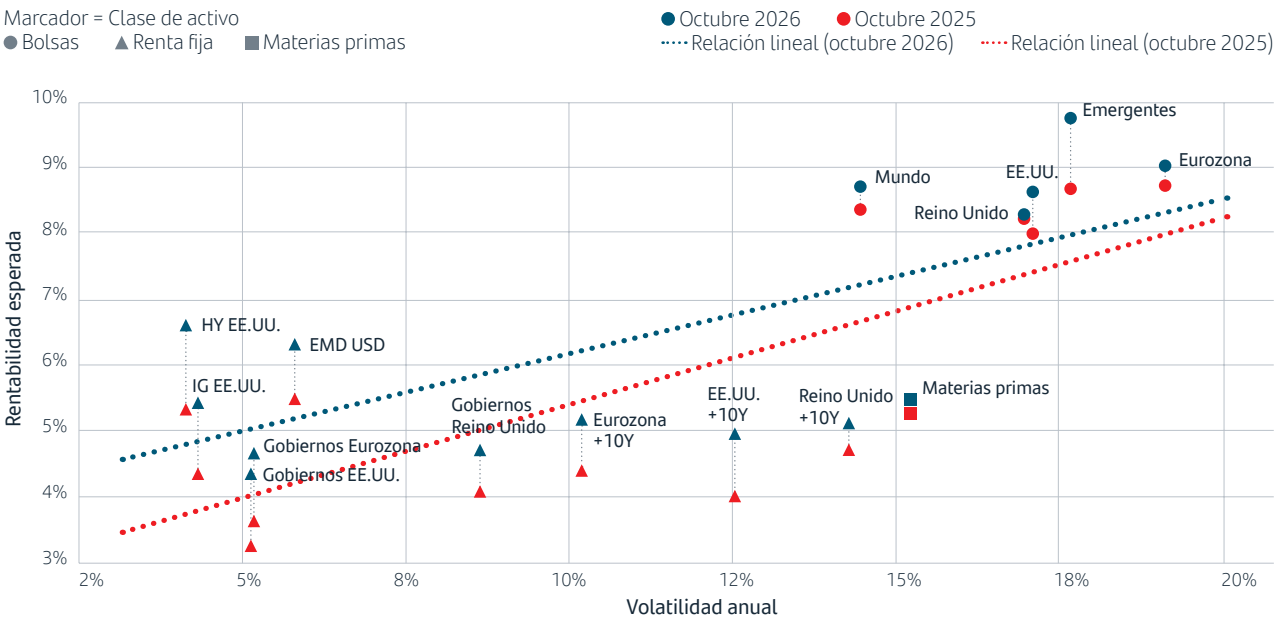
Tipos de interés elevados durante más tiempo han impulsado las expectativas de rentabilidad de la renta fija. Las subidas de la renta variable hacen que las rentabilidades futuras dependan de los beneficios empresariales, más que de nuevas revisiones al alza de las valoraciones

El cambio más significativo de este año se ha producido en la **renta fija.** El shock energético que ha generado inestabilidad en los mercados desde la primavera y unas TIRes de la deuda soberana aumentando gradualmente a ambos lados del Atlántico hasta el otoño, ha elevado el punto de partida de todos los bonos de alta calidad crediticia. Para un **inversor en euros,** la deuda soberana de los países *core* ofrece ahora una rentabilidad cercana al 4,7%, el crédito *investment grade* en torno al 4,8%, y el *high yield* alrededor del 6,1%, mientras que la deuda de los mercados emergentes denominada en divisa fuerte se sitúa cerca del 6,3%, pese al moderado estrechamiento de los diferenciales de crédito registrado durante el año. Para un **inversor en dólares,** la mejora es aún más acusada: la deuda del Tesoro estadounidense ofrece aproximadamente un 5,6% anual, que aumenta hasta alrededor del 6,2% en los vencimientos más largos y hasta el 6,7% en el *investment grade*. Por su parte, el *high yield* de EE.UU., mayoritariamente con calificación B, ofrece en torno al 7,9%, ya que el mayor nivel de los tipos libres de riesgo y un diferencial de aproximadamente 300 pbs compensan con creces los impagos esperados. Los bonos ligados a la inflación, con rentabilidades cercanas al 4,7% en Europa y al 5,4% en Estados Unidos, y una cesta diversificada de **materias primas,** con una rentabilidad aproximada del 5,7%, prácticamente sin cambios, completan el universo de renta fija y activos reales.

TIRes más altas han aplanado la relación rentabilidad/riesgo: los inversores reciben mayor compensación por asumir duración en activos de alta calidad crediticia en relación con la exposición a la beta de la renta variable que hace un año

Para un **inversor en euros**, las perspectivas de la **renta variable** apenas han variado, según se observa en el gráfico inferior. Las rentabilidades esperadas se sitúan aproximadamente entre el 8,3% y el 10% en euros. Japón presenta la cifra más elevada, cercana al 10%, aunque desciende alrededor de un cuarto de punto porcentual respecto al año anterior, seguido de los mercados emergentes, con aproximadamente un 9,8%, ligeramente por encima del nivel del pasado año. La Eurozona se sitúa cerca del 9% y el índice mundial en torno al 8,7%, ambos con incrementos de unas tres décimas. Estados Unidos, con aproximadamente un 8,6%, registra una mejora cercana a medio punto porcentual, mientras que el Reino Unido se mantiene prácticamente sin cambios, en torno al 8,3%. En conjunto, la renta variable sigue resultando atractiva. Las rentabilidades esperadas se mantienen en niveles sólidos, respaldadas por unas perspectivas favorables de beneficios empresariales.

Rentabilidad/riesgo esperado a 7 años en Euros: actual vs hace un año



Fuente: Santander AM

Los **mercados privados** amplían el abanico de oportunidades de inversión a largo plazo y abarcan un amplio espectro de rentabilidades que remuneran la iliquidez y la creación de valor. Las estrategias de capital privado encabezan las expectativas de rentabilidad.

En ***Private Equity,*** las estrategias de *buyout* y *growth* ofrecen una rentabilidad media aproximada del 11% neta de comisiones, en un contexto de recuperación gradual de las desinversiones y de la actividad de operaciones, mientras que el ***Venture Capital*** presenta el mayor potencial de rentabilidad nominal, cercano al 15,6%, aunque con una elevada dispersión entre añadas y gestoras. ***Real Estate***, que combina inversiones *core* generadoras de rentas con estrategias oportunistas *value-add*, ofrece una rentabilidad media de aproximadamente el 10,9%, respaldada por factores estructurales como la escasez de oferta en los mercados residenciales de numerosos países, entre ellos España. ***Infrastructures,*** que combinan activos *core* y *brownfield*, caracterizados por su resiliencia y su vinculación a la inflación, con proyectos *greenfield* de mayor rentabilidad, ofrecen una media cercana al 8,7%.

El ***Private Debt*** es el segmento en el que el entorno de tipos de interés más elevados se refleja de forma más directa y en el que la estructura de las operaciones determina la remuneración obtenida. Nuestra referencia principal, la financiación directa a empresas del segmento medio y medio-bajo del mercado europeo, ofrece una rentabilidad media aproximada del 7,6%, respaldada por unos tipos de interés de referencia elevados. Las estrategias más especializadas permiten obtener diferenciales adicionales, a menudo con una duración corta y rentabilidades por intereses poco correlacionadas con otros activos. El ***Asset Backed Lending*** ofrece una rentabilidad cercana al 7,8%, al combinar estructuras de financiación vinculadas a activos identificables y con un valor económico cuantificable con una protección a nivel de activo que complementa el análisis crediticio de las empresas. Por su parte, las oportunidades de ***Trade Finance*** ofrecen alrededor del 4,5%, como resultado de una combinación de financiación sénior del capital circulante a escala mundial y derechos de cobro de alta calidad. Estas operaciones proporcionan exposición a corto plazo, con amortización mediante los propios flujos generados por las transacciones, a las necesidades recurrentes de financiación de la economía real. La deuda de infraestructuras constituye asimismo una nueva incorporación al universo de oportunidades de inversión. Esta estrategia, que combina exposiciones desde deuda sénior hasta deuda subordinada a lo largo del espectro crediticio, ofrece una rentabilidad estimada de aproximadamente el 7,2%.

En conjunto, nuestros CMAs actualizados describen un entorno más equilibrado que el de hace un año: la renta fija recupera su papel como motor de rentabilidad, las expectativas de rentabilidad de la renta variable se sustentan en los beneficios empresariales y los mercados privados amplían tanto las posibilidades de obtener rentabilidad como las de diversificación. El principio fundamental de la disciplina de inversión permanece inalterado: es la asignación estratégica de activos, y no el posicionamiento táctico, la que determinará en mayor medida qué proporción de las rentabilidades disponibles podrán captar los inversores a medio plazo.

Los activos privados completan el conjunto de herramientas de inversión a largo plazo, con las estrategias de capital privado a la cabeza en términos de rentabilidad, mientras que el crédito privado y las inversiones en activos reales contribuyen a reforzar la resiliencia de las carteras mediante la diversificación y la generación de rentas



02

Visión global

Escenario de inversión global



Delfina Pérez, CIIA
Directora de Estrategia
de Mercados SAM

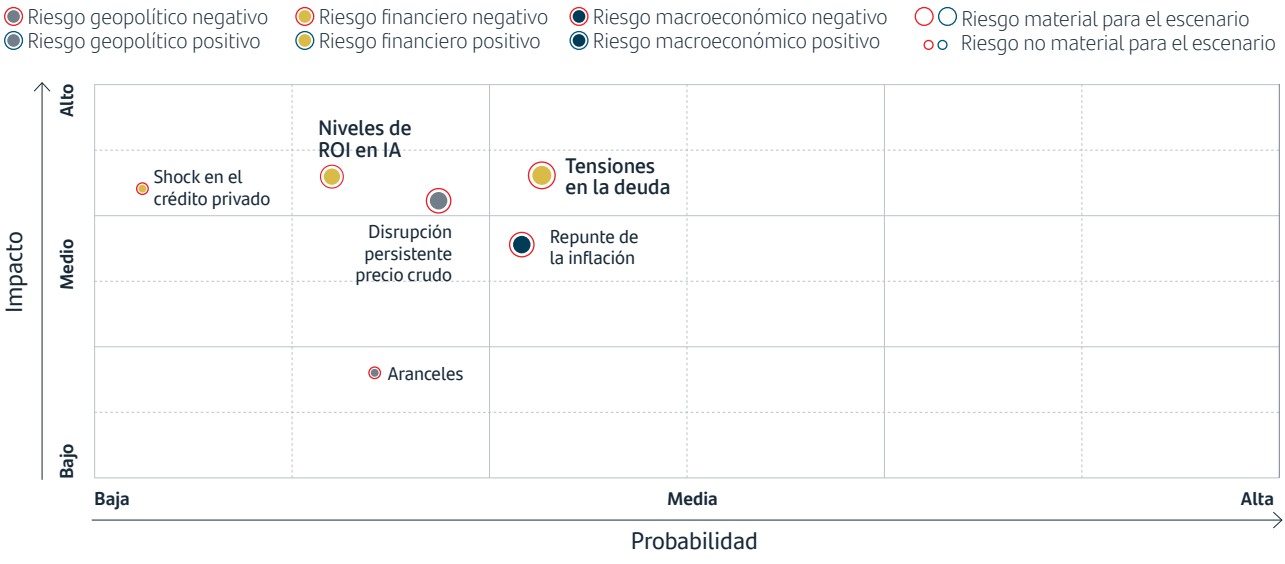


Luiz Felix, PhD
Director Global de Asignación
de Activos SAM

Variable	Escenario alternativo Probabilidad 20% Expansión equilibrada *(Goldilocks)*	Escenario central Probabilidad 55% Expansión resiliente	Escenario alternativo Probabilidad 20% Política restrictiva desaceleración
Precio medio Brent $/barril	75 USD	82,5 USD	100 USD
Inflación	Se modera	Se estanca	Efectos de segunda ronda
Ciclo tradicional	Se acelera y amplía	Expansión moderada	Desaceleración acusada
Ciclo de IA	Se acelera y expande	Sólido y positivo	Positivo, pero más lento
Papel de la IA sobre el ciclo tradicional	Amplifica	Refuerza y amortigua	Compensa parcialmente
Crecimiento real	Se acelera y amplía	Resiliente en torno al tendencial	Claramente por debajo del tendencial
Crecimiento nominal	Elevado y de mejor calidad	Superior al periodo 2010-2019	Resistente por la inflación, pero de peor calidad
Beneficios	Ventas, volúmenes y márgenes mejoran	Crecimiento positivo, condicionado por costes e intereses	Ventas nominales resisten, márgenes y volúmenes se deterioran
Bancos centrales	Menos restrictivos	Restrictivos	Más restrictivos y menor visibilidad
Preocupaciones fiscales	Contenidas por mejor crecimiento	Persistentes, pero manejables	En aumento
Prima por plazo	Estable o inferior	Estructuralmente elevada	Aumento acusado
Tipos largos	Estables o bajando	Altos, con descenso limitado	Elevados pese al menor crecimiento

Contemplamos un escenario de cola, 5% de probabilidad, ligado a un shock energético por disrupción física que resultaría en una recesión y posterior desinflación.

Mapa de riesgos



La principal característica de nuestro escenario central es la continuidad de la expansión económica mundial, pese a un entorno considerablemente más complejo que al que se habían acostumbrado los inversores. La fragmentación geopolítica, las presiones fiscales, los elevados tipos de interés a largo plazo y la persistente incertidumbre inflacionista han dejado de ser perturbaciones transitorias para convertirse en factores estructurales del entorno de inversión. Sin embargo, la expansión sigue respaldada por dos motores de crecimiento potentes y complementarios: por un lado, la resiliencia del consumo y la inversión tradicional y, por otro, el ciclo de inversión en inteligencia artificial (IA). La cuestión fundamental no es si el crecimiento se acelera, sino si la economía puede seguir absorbiendo perturbaciones recurrentes sin que se produzca un deterioro generalizado de la demanda, las condiciones financieras o la rentabilidad empresarial. La resiliencia, más que la reaceleración, sigue siendo el rasgo distintivo del ciclo actual.

La resiliencia, más que la reaceleración, sigue siendo el rasgo distintivo del ciclo económico

Esta resiliencia tiene importantes implicaciones para los mercados. Las expectativas de beneficios empresariales se han mantenido relativamente sólidas pese al aumento de las TIRes de la deuda soberana, la incertidumbre geopolítica y las preocupaciones fiscales. Cabe destacar que muchos de estos factores adversos han tenido un impacto mayor en las valoraciones que en los beneficios empresariales, generando un punto de partida más atractivo para los inversores. El ajuste de las valoraciones registrado durante el último año ha respondido principalmente al aumento de las tasas de descuento y a la revisión de las primas de riesgo, más que a un deterioro de las expectativas de beneficios. Por tanto, las oportunidades de inversión en 2027 no dependen exclusivamente de una nueva expansión de múltiplos, sino de la capacidad de transformar la resiliencia del crecimiento nominal en beneficios, generación de caja y remuneración al accionista. En este entorno, los fundamentales adquieren mayor relevancia que la expansión de múltiplos, y la materialización de los beneficios esperados sigue siendo la base de la tesis de inversión.

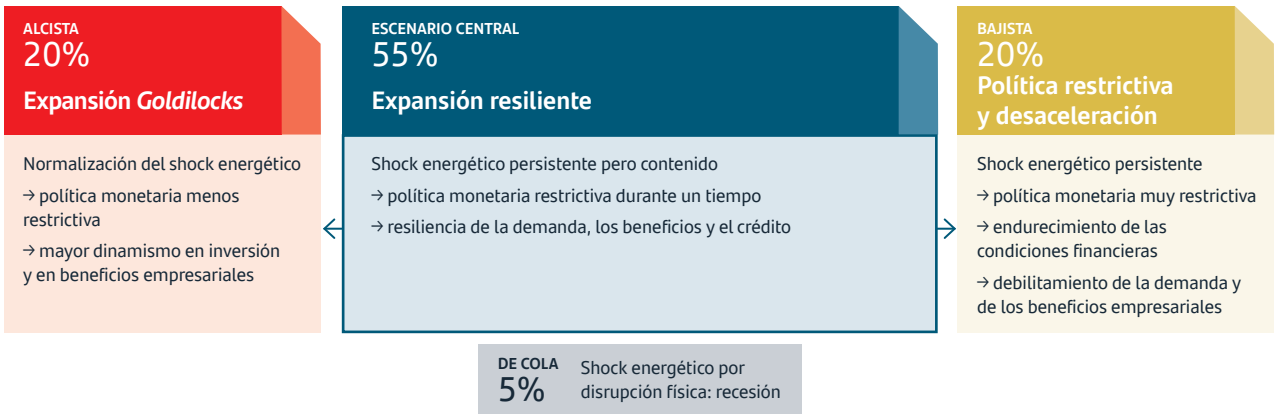
Las oportunidades de inversión dependen cada vez más de la materialización de los beneficios que de una expansión generalizada de múltiplos

La combinación de unos beneficios resilientes, unas valoraciones más atractivas y unas elevadas oportunidades de generación de rentas define nuestra estrategia de inversión para 2027. Dado que la continuidad de la expansión económica sigue siendo el escenario más probable, mantenemos nuestra preferencia por activos expuestos al crecimiento de los beneficios y a la generación de rentas, aunque adoptando un enfoque cada vez más selectivo. En renta variable, favorecemos las inversiones respaldadas por los beneficios empresariales, cuyo crecimiento se sustenta en la expansión nominal de la economía, la capacidad de fijación de precios, la resiliencia de los márgenes y unos fundamentales sólidos. La tecnología continúa siendo el principal motor de crecimiento de los beneficios, impulsada por el ciclo de inversión en IA, aunque las oportunidades deberían seguir ampliándose a otros sectores y regiones a medida que el crecimiento se generalice.

Muchos de los factores adversos actuales han afectado más a las valoraciones que a las expectativas de beneficios

Escenario central: la expansión global continúa

Monitorizamos estrechamente los precios energéticos y los tipos de interés (política monetaria + déficits fiscales)



Transición entre escenarios

Evidencias de que el shock altera los fundamentales, no únicamente los precios de mercado

CONDICIONES FINANCIERAS · Rentas reales · Márgenes · Confianza · Beneficios · Inversión · Crédito

Por tanto, nuestra tesis de inversión no se basa en una exposición indiscriminada a la beta del mercado, sino en aprovechar el crecimiento de los beneficios desde unos niveles de valoración más atractivos.

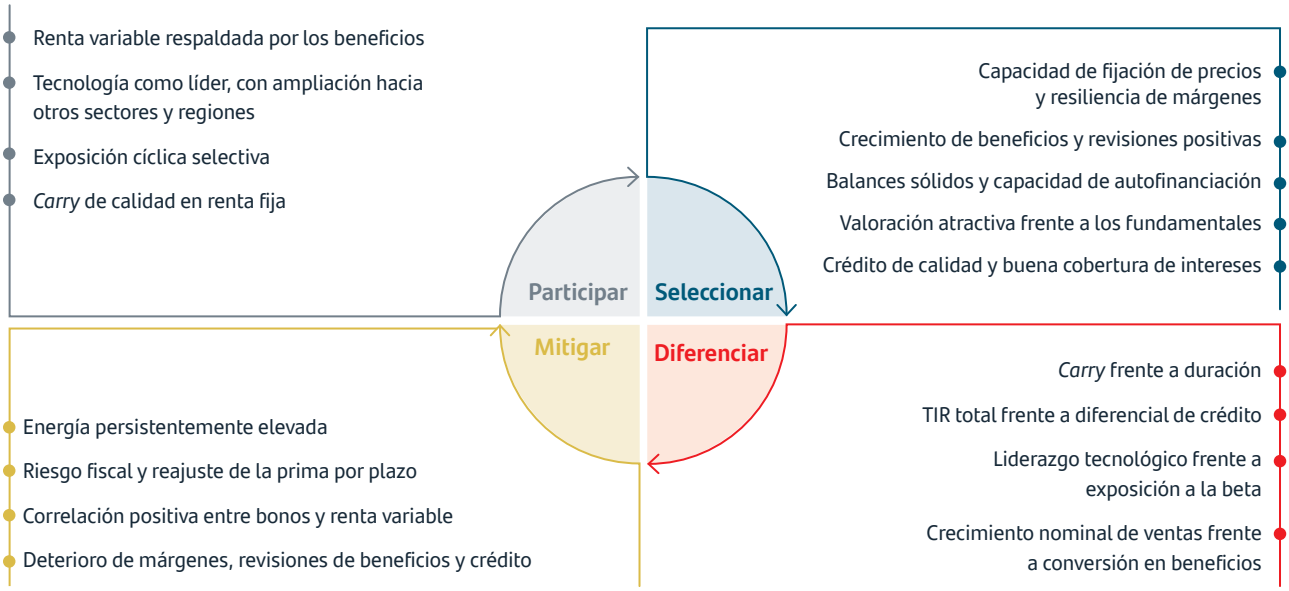
En renta fija, las elevadas TIRes ofrecen una fuente atractiva de ingresos recurrentes, *carry*, reduciendo la necesidad de depender de una relajación monetaria agresiva o de caídas significativas de los tipos de interés para generar rentabilidad. Las oportunidades para aumentar la duración podrían mejorar a lo largo del año, a medida que se moderen las presiones energéticas y los bancos centrales adopten una postura menos restrictiva. No obstante, la resiliencia del crecimiento, las elevadas primas por plazo y la limitada disciplina fiscal probablemente mantendrán los tipos de interés a largo plazo por encima de los niveles habituales del ciclo anterior. En crédito, favorecemos los segmentos de mayor calidad crediticia y las exposiciones de menor duración, donde el *carry* sigue siendo atractivo y la sensibilidad a nuevas subidas de tipos es más limitada. Los diferenciales actuales ofrecen escaso margen para estrechamientos adicionales, mientras que los escenarios adversos podrían provocar ampliaciones considerablemente mayores. Esta asimetría refuerza la necesidad de ser selectivos. Nuestro objetivo es claro: participar en el crecimiento de los beneficios, aprovechar el *carry* y mantener la protección frente a la inflación y los riesgos fiscales.

El *carry* ya ofrece oportunidades atractivas; la duración podría ganar atractivo a medida que se moderen las presiones energéticas y los bancos centrales adopten una postura menos restrictiva

Aunque las perspectivas siguen siendo favorables, es poco probable que la expansión siga una trayectoria lineal. La cuestión fundamental no es la existencia de riesgos, sino la capacidad de la economía y los mercados para seguir absorbiendo estos factores adversos sin un deterioro significativo del crecimiento, los beneficios o las condiciones financieras. Según nuestro análisis, los mecanismos de transmisión de las perturbaciones son tan importantes como las propias perturbaciones. Los precios de la energía, las presiones fiscales y la incertidumbre geopolítica seguirán siendo importantes fuentes de volatilidad, pero su impacto final dependerá de cómo afecten a la inflación, a la rentabilidad empresarial y, especialmente, a las condiciones financieras. Por ello, el seguimiento de estas últimas sigue siendo un elemento esencial de nuestro marco de análisis, ya que permite identificar de forma temprana si el sistema está absorbiendo las perturbaciones o si estas empiezan a afectar a la demanda, la concesión de crédito y los beneficios empresariales. Mientras las condiciones financieras no se endurezcan significativamente, la expansión debería mantener su resiliencia y los beneficios seguirán materializándose. No obstante, la protección continúa siendo un componente importante de la construcción de carteras. Las materias primas y determinados activos reales siguen desempeñando un papel relevante como cobertura frente a la persistencia de la inflación, las perturbaciones energéticas y una revisión más amplia de las primas de riesgo fiscal.

El principal riesgo no reside en la perturbación en sí, sino en su transmisión a las condiciones financieras, los beneficios y la demanda

Las materias primas y determinados activos reales siguen siendo coberturas valiosas frente a la persistencia de la inflación y la revisión de las primas de riesgo fiscal



Escenario macro global

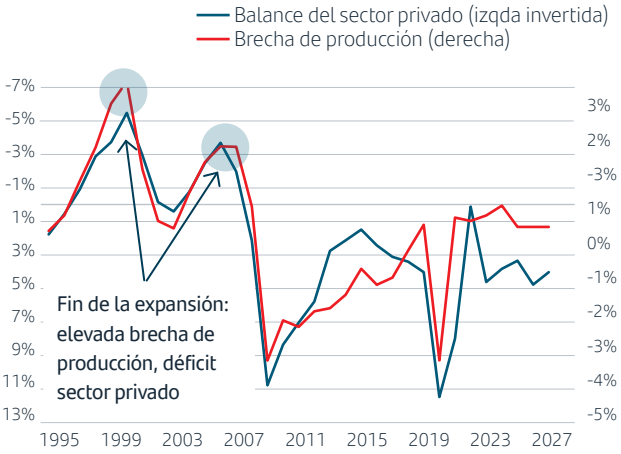


Agustín Carles, CFA
Director de Macroeconomía SAM

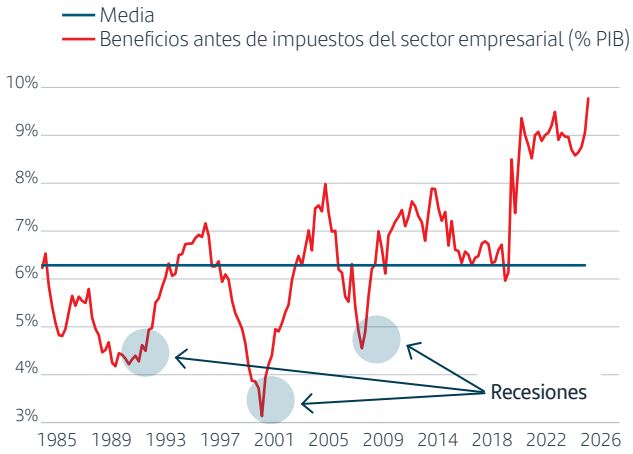
EE.UU.

Estimamos un crecimiento del PIB estadounidense del 2,4% tanto en 2026 como en 2027. Aunque, con la excepción del año del Covid, el PIB encadena ya 16 años de crecimiento continuado, creemos que el ciclo expansivo, estando maduro, no se encuentra aún próximo a su fin. Al contrario, pensamos que se extenderá en 2027 básicamente porque ni el *output gap* -esto es, la brecha entre el PIB real y el potencial- ni el balance del sector privado -hogares y empresas- se encuentran cerca de los niveles críticos que en el pasado han desencadenado el final de la fase expansiva. Dentro del sector privado destacamos sobre todo la fortaleza de la posición financiera de las empresas no financieras, con unos beneficios en porcentaje del PIB en máximos históricos debido no solo a las empresas de alta tecnología sino también al resto – si bien las primeras lideran el crecimiento de beneficios. En estas circunstancias, estimamos que la inversión ex IA registrará un crecimiento en 2027 superior al positivo, pero muy leve, de 2026. Por otra parte, los planes actuales de los denominados hiperescaladores contemplan que la inversión en alta tecnología seguirá siendo bastante elevada en 2027 y 2028.

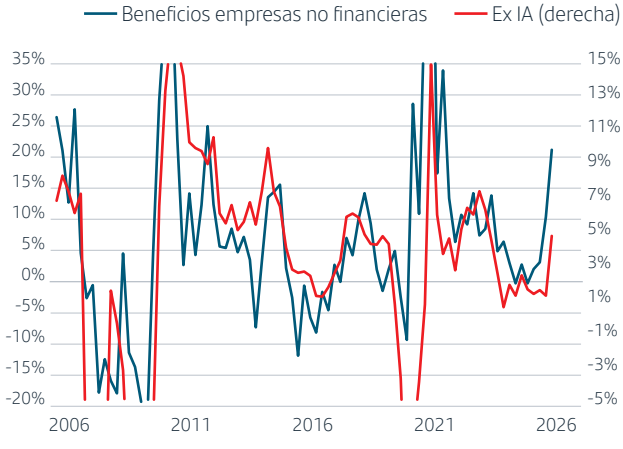
Tanto el output gap como la posición financiera del sector privado están lejos de los niveles que en el pasado supusieron el final de la expansión



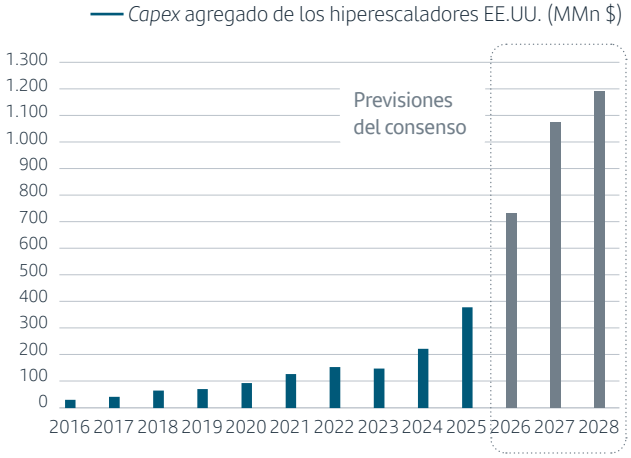
Dentro del balance del sector privado destaca la posición financiera saneada de las empresas, con unos beneficios sobre PIB en máximos



En términos interanuales, el crecimiento de los beneficios empresariales da un claro soporte al aumento de la inversión empresarial ex IA



Los denominados hiperescaladores (empresas más relacionadas con la IA) siguen previendo un fuerte crecimiento de inversión en IA en 2027 y 2028

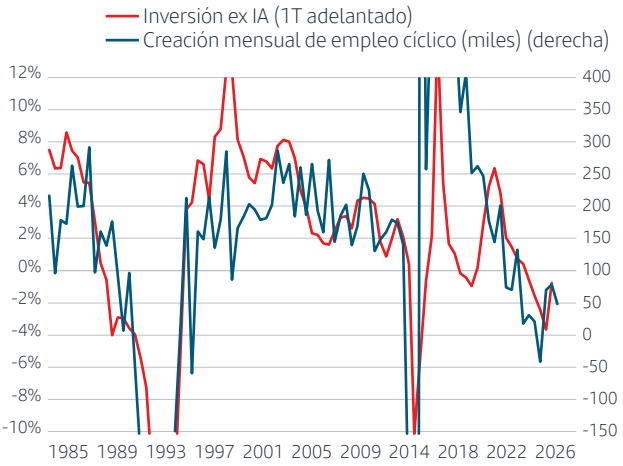


Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, Datastream y Santander AM

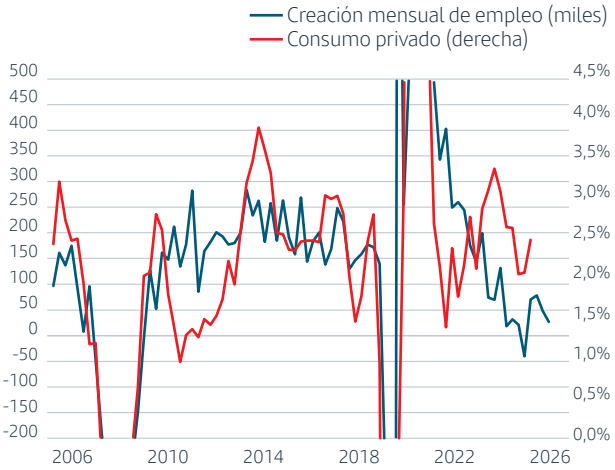
Dadas nuestras previsiones respecto a la inversión empresarial -sobre todo la que excluye IA- y sobre la inversión residencial -que creemos que mejorará algo respecto al descenso en torno al 3% que registrará en 2026- estimamos que el crecimiento del empleo se estabilizará en 2027 en torno a 100 mil puestos mensuales, superior a los 40 mil de media de los últimos 12 meses. Estas perspectivas de creación de empleo deberían permitir un crecimiento del consumo privado -que pesa cerca del 70% del PIB- en el entorno del 2% en 2027, con un cierto sesgo al alza debido al soporte que supone el crecimiento que ha registrado la riqueza de los hogares recientemente.

Todo lo anterior nos lleva a pensar que, en ausencia de shocks externos imprevistos, 2027 será un año de crecimiento razonable, que podrá absorber el suave endurecimiento que prevemos en la política monetaria.

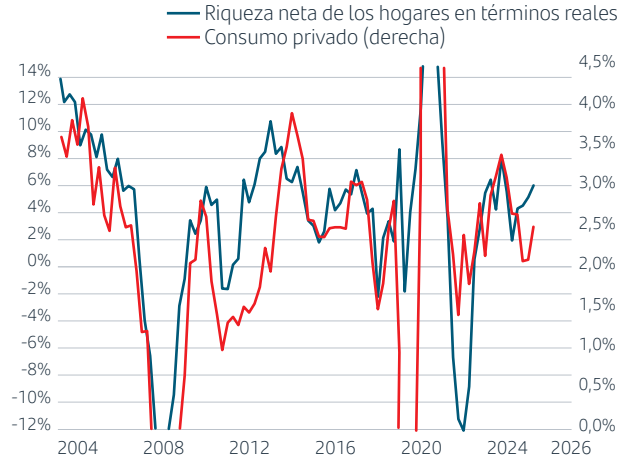
El escenario previsto de inversión ex IA apunta a un ritmo de creación de empleo en torno a 100 mil puestos mensuales



Una creación de empleo en torno a 100 mil puestos mensuales da soporte a un crecimiento del consumo privado en torno al 2%



El consumo cuenta con el soporte adicional del aumento de la riqueza de los hogares

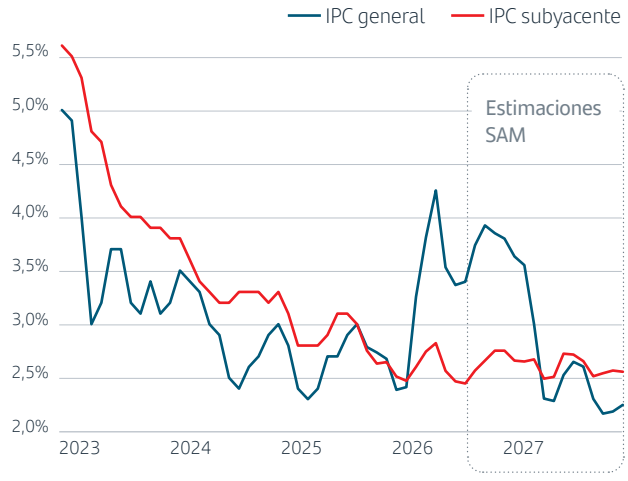


Aunque bajo nuestro escenario central creemos que el petróleo registrará una normalización gradual a lo largo de 2027, la inflación general -debido al efecto base de comparación con el año anterior- seguirá siendo elevada hasta el primer trimestre del año, después del cual esperamos que empiece a bajar.

En cualquier caso, más que la inflación general, la clave para la Reserva Federal estará en la inflación subyacente. En este sentido, creemos que el IPC subyacente se mantendrá en torno a su nivel actual 2,5%, que es su media de los últimos 25 años, y también -y esto es lo importante- la tasa normalmente consistente con el 2% en el PCE subyacente, que es el objetivo explícito de la Reserva Federal.

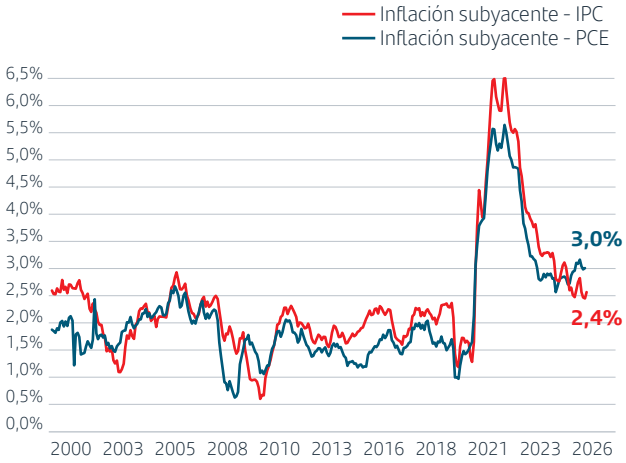
Las principales dudas que hay actualmente sobre la inflación subyacente se deben, sin embargo, a que aunque el IPC subyacente está en su media, el PCE subyacente está claramente por encima, 3% frente 2%.

Nuestras previsiones de inflación apuntan a una inflación subyacente del IPC cercana al 2,5% y a un descenso de la general a partir del 2T27

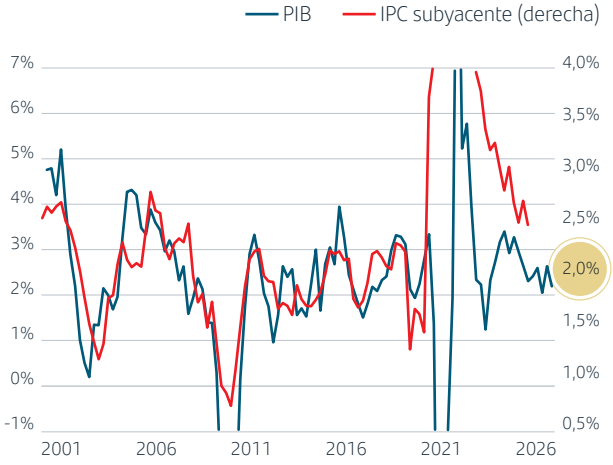


Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, Datastream y Santander AM

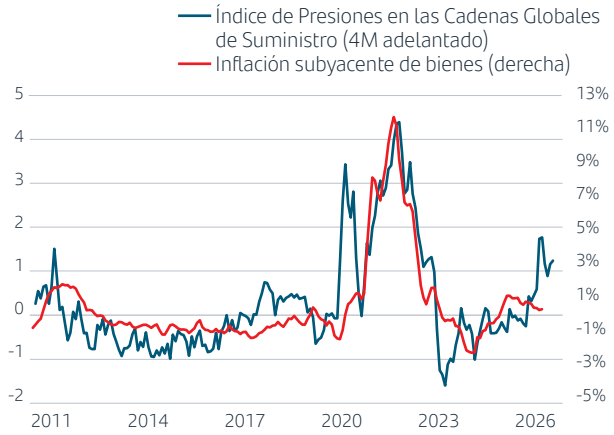
El IPC subyacente está muy cerca de su media histórica, pero el PCE subyacente está por encima de la suya y del objetivo de la Fed



El crecimiento del PIB apunta a que la inflación subyacente de IPC no debería subir desde el nivel actual



El IPC subyacente se debería estabilizar cerca del objetivo de la Fed; los riesgos al alza están en efectos de segunda ronda de la energía

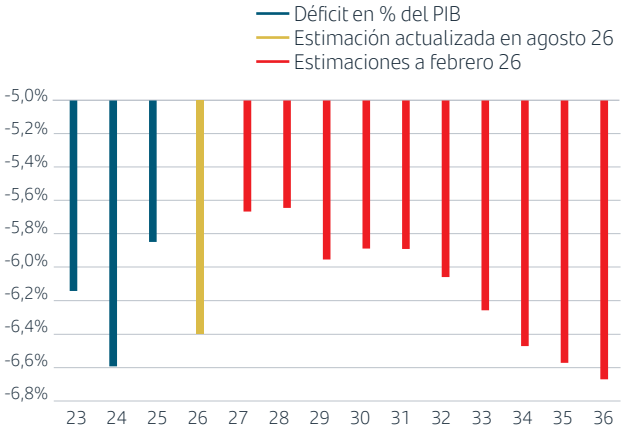


En este sentido, creemos que los fundamentos de medio plazo de la inflación subyacente -entre ellos el propio crecimiento del PIB- apuntan a que el PCE será el que se termine moderando para converger gradualmente al IPC. Dicho lo anterior, nuestras previsiones de inflación presentan ciertos riesgos al alza si los precios de la energía tardan en moderarse más de lo que pensamos y terminan generando efectos de segunda ronda.

Bajo este escenario de crecimiento e inflación, prevemos una subida de tipos de 25 pbs en 2026 y otra en 2027.

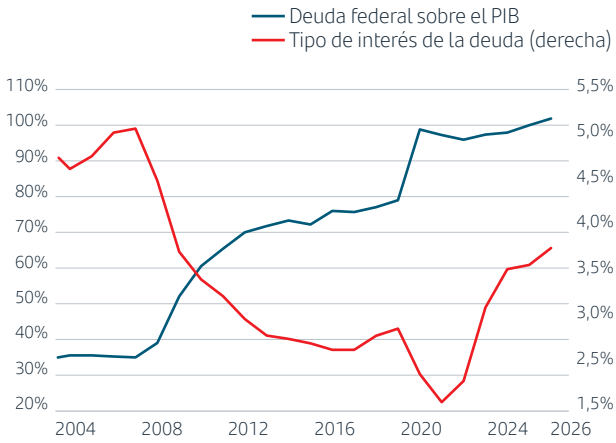
En cualquier caso, por su eventual impacto tanto en el crecimiento como en los tipos -sobre todo en los de largo plazo-, un riesgo a monitorizar en 2027 será todo lo relacionado con la política fiscal. Ello se debe a que el elevado déficit público -agravado por la prohibición de parte de los aranceles de 2025- y la subida de tipos a largo plazo en 2026 añaden dudas a la sostenibilidad de una deuda pública que ya está en máximos históricos.

Las previsiones hasta 2036 señalan un aumento estructural del déficit público, agravado en 2026 por la prohibición de algunos de los aranceles de 2025



Fuente: Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos

El déficit público, la subida reciente en los tipos y el ya elevado nivel de la deuda explican las dudas actuales sobre su sostenibilidad



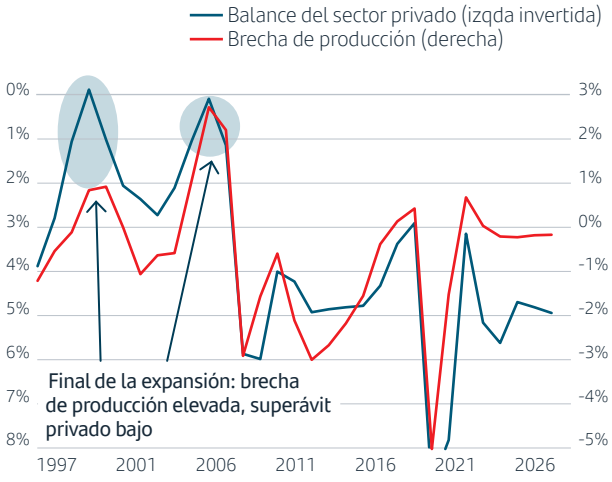
Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, Datastream y Santander AM

Eurozona

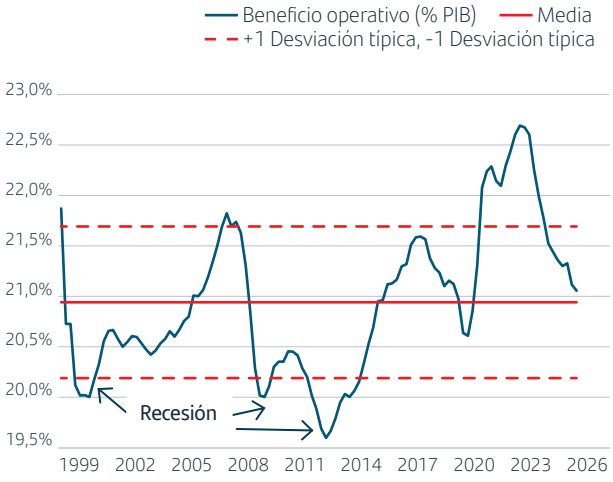
Al igual que en Estados Unidos, tanto el *output gap* como el balance financiero del sector privado de Eurozona están lejos de los niveles que en el pasado han traído consigo el final de la expansión del ciclo económico. Respecto al sector privado, la saneada posición financiera tanto de las empresas no financieras como de los hogares supone un claro soporte para la inversión y para el consumo respectivamente. En concreto, los beneficios operativos de las primeras -a pesar de su caída en relación al PIB en los últimos años y de ser inferiores a los del sector empresarial de EE.UU.- se encuentran en niveles aún bastante razonables y en torno a su media histórica. Esta situación saludable del sector empresarial explica por qué las condiciones de crédito de los bancos, no siendo expansivas, tampoco están siendo tan restrictivas como para suponer un freno al crecimiento de la inversión empresarial. Es por esto por lo que esperamos que la inversión consolide la recuperación que empezó a mostrar en 2026 después de dos años previos de crecimiento muy bajo o incluso negativo.

Este escenario previsto de crecimiento moderado de la inversión empresarial servirá para dar cierto soporte al empleo para el que esperamos en 2027 un crecimiento contenido, pero positivo, en el entorno del 0,5%/1%; ello a su vez, permitirá un crecimiento del consumo cercano al 1%. En cualquier caso, un viento a favor del consumo es el colchón que supone la alta tasa de ahorro de los hogares en los últimos 7 años que registra una media del 15,5%, un 2,5% superior a la media previa al Covid. En base a todo lo anterior, estimamos un crecimiento del PIB en Eurozona del 1,2% en 2027, superior al 0,9% que prevemos en 2026.

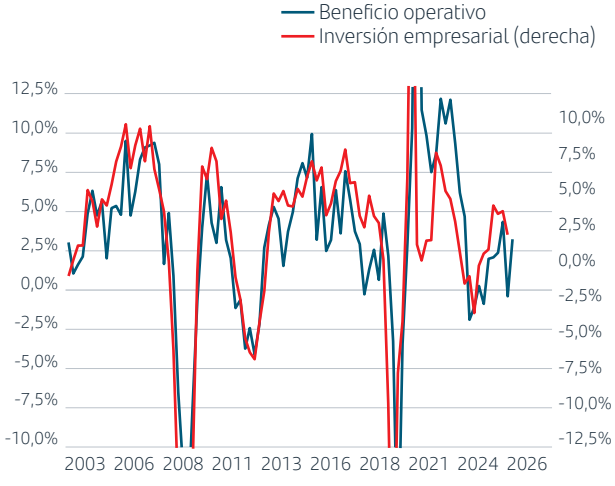
Como en Estados Unidos, tanto el *output gap* como el balance del sector privado de Eurozona están lejos de los niveles de final de expansión



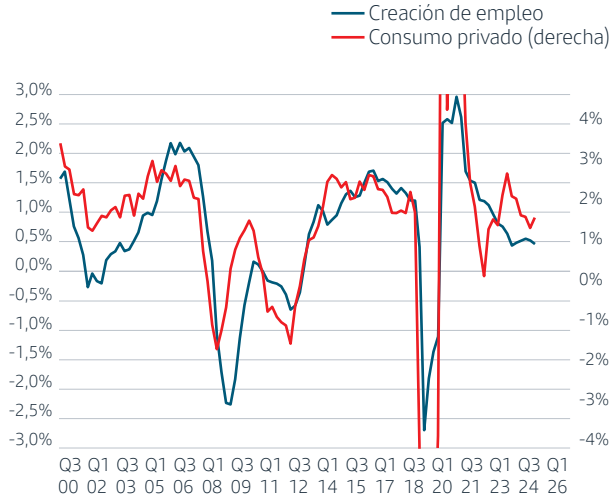
Aunque menos saneada que en Estados Unidos, la posición financiera de las empresas en Eurozona se mantiene en niveles razonables



El crecimiento actual de los beneficios empresariales da un cierto soporte a la inversión empresarial de Eurozona



Nuestro escenario central de crecimiento de la inversión da soporte a un empleo que apunta a un crecimiento del consumo en torno al 1%

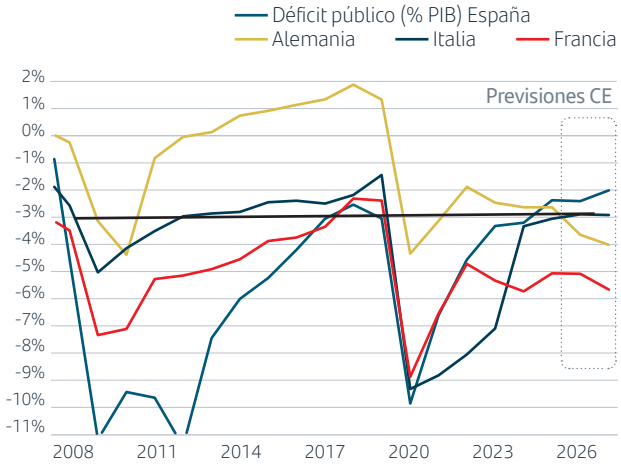


Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, Datastream y Santander AM

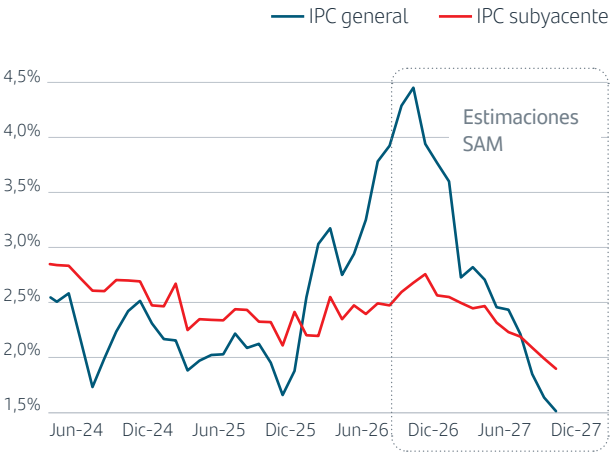
Un factor a tener en cuenta en Eurozona en 2027 va a ser la delicada situación de las cuentas públicas en Francia, con el déficit público -a falta de aprobación del Presupuesto- en torno al 5% del PIB, el más elevado de Eurozona. Estos niveles de déficit se están traduciendo en una tendencia al alza en la ratio de deuda sobre PIB del 2%/3% anual desde un nivel ya excesivamente elevado, en torno al 115%.

La raíz del problema fiscal francés no es solo que exige un ajuste fiscal muy significativo -ya de por sí difícil en el contexto actual de bajo crecimiento del PIB, inferior al 1%- sino que además requiere que los gastos más afectados sean estructurales. En concreto, el ajuste debería recaer en los gastos corrientes cuyo porcentaje en el PIB es el más elevado entre los países de Eurozona, lo que viene sucediendo en los últimos 30 años.

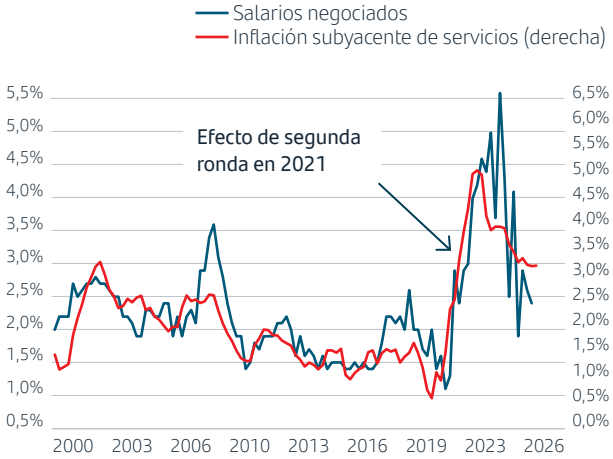
La posición financiera del sector público francés en términos de déficit y de sostenibilidad de la deuda dista claramente de las métricas de Eurozona



Prevemos un descenso del IPC subyacente desde el 2,5%, aunque muy gradual. La general se empezaría a reconducir a partir de 2T27



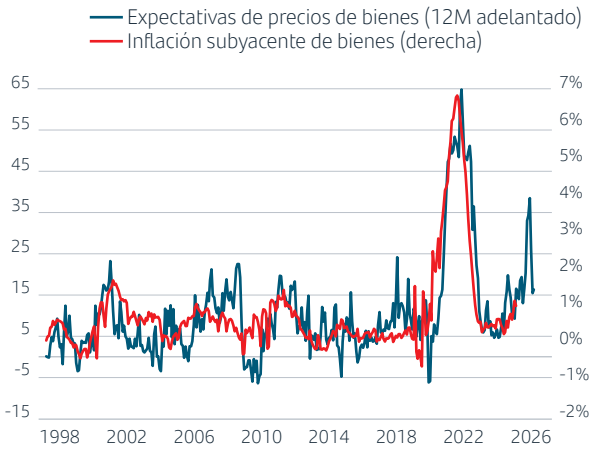
Dentro de la inflación subyacente, ni el crecimiento de la Eurozona ni los salarios sugieren riesgos al alza en la inflación de servicios



Dado nuestro escenario central de reconducción gradual de los precios de la energía, nuestras previsiones de inflación contemplan una tasa general muy alta hasta los primeros meses de 2027 y un notable descenso a partir del segundo trimestre. Respecto a la tasa subyacente, esperamos una estabilización en torno al 2,5% en la primera mitad del año y un cierto descenso a partir de entonces para acercarse gradualmente al 2%. Dada la evolución reciente del PIB y de los salarios no vemos presiones al alza por parte de los servicios, pero sí ciertos riesgos al alza en los bienes, por el impacto de los precios energéticos y también al reciente encarecimiento de chips relacionados con la IA.

Con este escenario de PIB e inflación, prevemos que el endurecimiento de la política monetaria se prolongue hasta 2027.

Aunque aún baja, la inflación de bienes muestra ciertas tensiones al alza por el encarecimiento de los chips relacionados con la IA

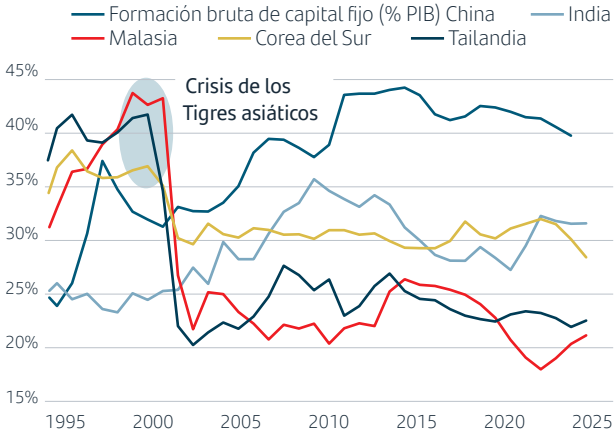


Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, Datastream y Santander AM

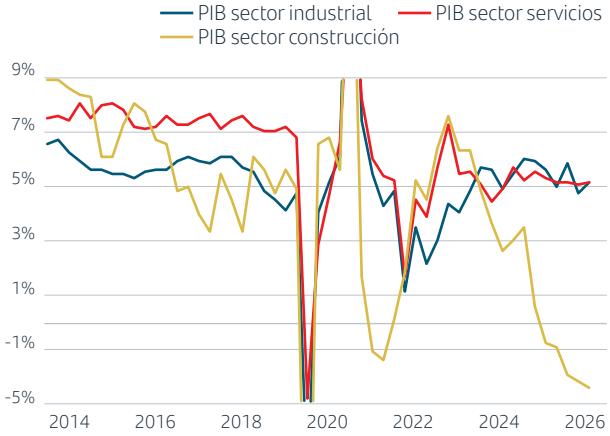
China

Creemos que la economía china acentuará en 2027 la tendencia de desaceleración en el ritmo de crecimiento del PIB que ha venido mostrando en los últimos 15 años. El motivo que hay detrás de esta desaceleración estructural no es otro que la corrección que se tiene que seguir produciendo en la inversión, dado que su peso en el PIB sigue siendo muy elevado; de hecho, en los últimos 50 años solo es comparable al que llegaron a tener los Tigres Asiáticos a finales de los 90. Este inevitable ajuste de la inversión se seguirá reflejando en la contracción que seguirá mostrando el PIB del sector construcción. Creemos, no obstante, que tal y como ha sucedido en 2026, la recesión en el sector construcción se seguirá viendo compensada por la resiliencia que seguirá mostrando el PIB tanto en manufacturas como en servicios.

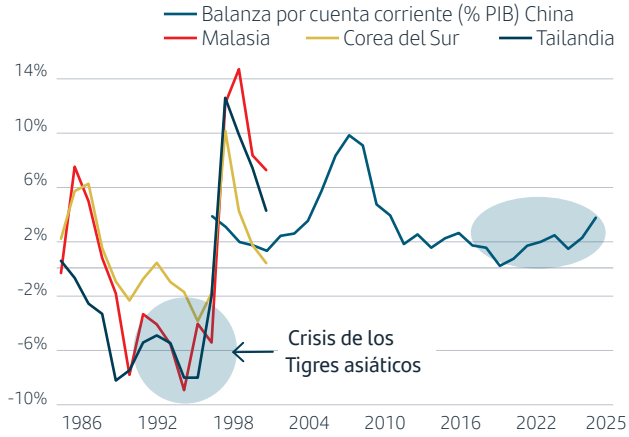
La economía china prolongará en 2027 su tendencia estructural a la desaceleración ya que su exceso de inversión dista de estar corregido



El exceso de inversión explica la recesión de construcción, pero servicios y manufacturas hacen que la desaceleración del PIB sea gradual



A pesar del exceso de inversión, China evitará la recesión porque al contrario que los Tigres Asiáticos en los 90, la financiación de la inversión es interna

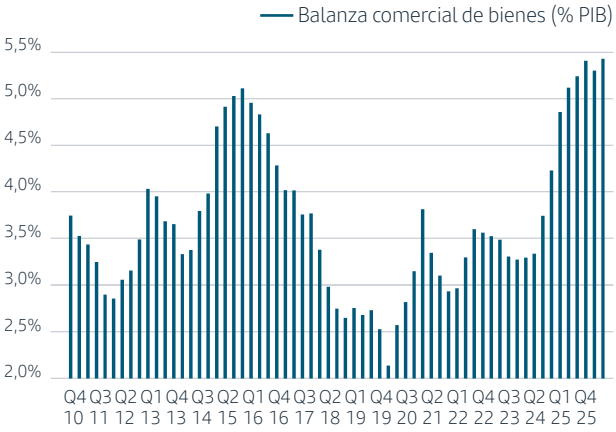


Pensamos que, a pesar del desapalancamiento, el ajuste de la economía va a seguir siendo gradual por dos principales motivos: primero, porque, como muestra el saldo siempre positivo de la balanza por cuenta corriente, ese elevado peso de la inversión ha sido siempre financiado a través de ahorro doméstico en lugar de capital extranjero.

En segundo lugar, porque la economía china está contando desde hace dos años con el viento a favor que supone el fuerte tirón de las exportaciones de bienes, lideradas sobre todo por sectores como la alta tecnología o los autos.

Por todo lo anterior, estimamos un crecimiento del PIB del 4,7% en 2026 y 4,3% en 2027 frente al 5% de 2025.

Debido a las exportaciones en alta tecnología, coches, etc, el superávit de la balanza bienes ha subido a máximos de los últimos 15 años



Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, Datastream y Santander AM



03
Visión local



EE.UU.

Renta variable

La renta variable sigue siendo nuestro activo favorito para 2027. Nuestra visión se apoya en la fortaleza de los beneficios empresariales, respaldados por un ciclo económico resiliente y por la inversión en IA como motor adicional de crecimiento. Esperamos, además, que el crecimiento de los beneficios se amplíe más allá del sector tecnológico, favoreciendo un ciclo más diversificado y sostenible. En este entorno, priorizamos compañías de calidad, con balances sólidos, elevada generación de caja y capacidad para transformar la inversión en crecimiento rentable.



Eurozona

Renta variable

Afrontamos 2027 con una visión positiva sobre la renta variable de la Eurozona, respaldada por la mejora de las perspectivas económicas, el fortalecimiento de la demanda interna y los estímulos fiscales, con Alemania como principal catalizador. Este entorno más favorable favorece las previsiones del mercado de un crecimiento de los beneficios empresariales de dos dígitos. Identificamos oportunidades atractivas en compañías con balances sólidos, elevada generación de caja y exposición a las tendencias estructurales que impulsan la inversión.



Reino Unido

Crédito IG

Los diferenciales ofrecen una remuneración atractiva por el riesgo de crédito y, combinados con unos tipos de la deuda pública británica todavía elevados, permiten acceder a rentabilidades nominales holgadamente superiores a la inflación esperada. A ello se suma su capacidad de diversificación, gracias a un mercado con un peso relevante de los sectores financiero y utilities y una exposición limitada a las compañías tecnológicas, reduciendo así la concentración en emisores vinculados al ciclo de inversión en IA.



Brasil

Mercado monetario

Prevemos que los tipos de interés oficiales se mantengan elevados durante todo 2027. Aunque el menor crecimiento debería favorecer la desinflación, los precios de las materias primas, un episodio intenso de El Niño y la incertidumbre fiscal podrían mantener el sesgo restrictivo de la política monetaria. Además, un tipo de interés real de equilibrio más elevado y unas expectativas de inflación superiores al objetivo implican tipos oficiales nominales más altos a largo plazo, lo que limita el margen para recortes significativos y favorece una rentabilidad por *carry* atractiva en los instrumentos del mercado monetario denominados en moneda local.



México

Soberanos

Los Bonos M son nuestro activo favorito en México para los próximos doce meses, manteniendo nuestra preferencia por las tasas nominales frente a las reales. La elevada pendiente de la curva permite capturar una prima por plazo atractiva, con un diferencial entre los bonos a 2 y 10 años cercano a 160 pbs y elevado frente a su media histórica. En este entorno, los vencimientos intermedios ofrecen, en nuestra opinión, el mejor equilibrio entre rendimiento y exposición al riesgo de duración.



Chile

Renta variable

Mantenemos una visión positiva para la renta variable chilena en 2027. Las valorizaciones siguen atractivas y aún no reflejan plenamente un escenario de mayor crecimiento, inversión y utilidades. La agenda de reformas para destrabar proyectos y profundizar el mercado de capitales podría aumentar la demanda, la liquidez y los múltiplos de la bolsa local, mientras la recuperación de la actividad impulsaría revisiones al alza de utilidades, sustentando retornos favorables.



Argentina

Crédito local en USD

El crédito corporativo en dólares de emisores de máxima calidad es nuestro activo preferido en Argentina para 2027. Las compañías con balances sólidos, generación de divisas y acceso a mercados internacionales ofrecen un *carry* atractivo con menor volatilidad que la deuda soberana y menor sensibilidad al riesgo país. Además, el ciclo de inversión en energía y minería debería impulsar nuevas emisiones y ampliar el universo invertible.

EE.UU.

Dos motores, un mismo ciclo económico



Francisco Simón, CFA
Director de Estrategia de Inversión SAM

Estados Unidos afronta 2027 apoyado en dos potentes motores de crecimiento: un ciclo económico resiliente y el ecosistema de inteligencia artificial (IA) más avanzado del mundo. Juntos proporcionan una sólida base para el crecimiento de los beneficios y las oportunidades de inversión. Aunque unos precios de la energía elevados y tipos de interés más altos durante más tiempo pueden generar volatilidad, el escenario sigue siendo constructivo.

Renta variable

Nuestra visión positiva sobre la renta variable estadounidense se apoya en los beneficios. Un ciclo económico resiliente continúa respaldando los beneficios empresariales, mientras que la inversión en IA aporta una fuente adicional de crecimiento. Las estimaciones apuntan a un crecimiento de los beneficios del S&P 500 cercano al 20% en 2027 y de aproximadamente el 50% en el sector tecnológico. A medida que el crecimiento de los beneficios se amplía más allá de un grupo reducido de compañías, el ciclo debería volverse más equilibrado, diversificado y sostenible.

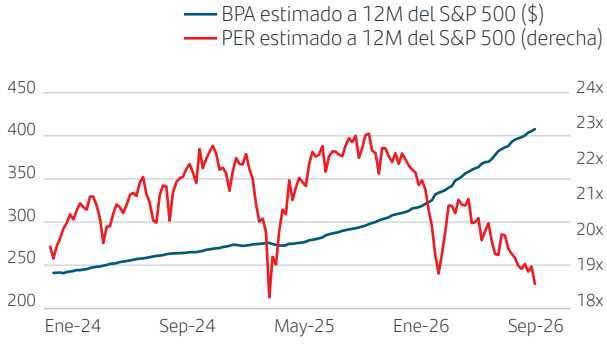
La IA sigue siendo un pilar clave de la tesis de inversión, aunque el foco está cambiando. La sostenibilidad del ciclo depende cada vez más de la capacidad para transformar la inversión en ingresos, generación de caja y productividad. El *capex* sigue siendo una señal relevante de demanda, pero los mercados prestan cada vez más atención a la monetización y al retorno económico de las inversiones. Las necesidades de financiación y la creciente interconexión del ecosistema refuerzan la importancia de diferenciar entre inversión, monetización y productividad.

La expansión de la economía tradicional también debería seguir ampliando el crecimiento de los beneficios más allá de la tecnología. Favorecemos una exposición selectiva a áreas apoyadas por la inversión, la productividad y la demanda interna, manteniendo el foco en compañías con balances sólidos.

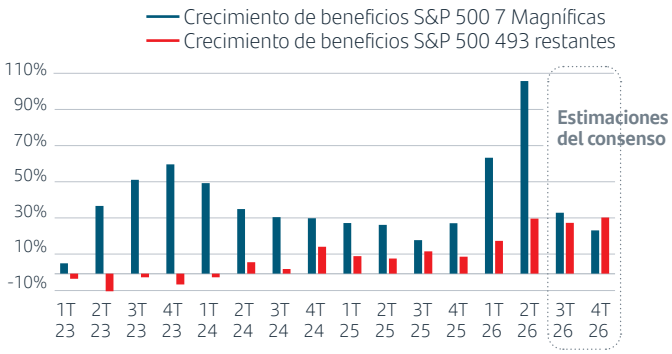
Las valoraciones proporcionan apoyo adicional. La reciente corrección de múltiplos ya incorpora tipos de descuento más elevados, incertidumbre macroeconómica y unas expectativas más moderadas para los beneficios vinculados a la IA. El S&P 500 cotiza en torno a 19 veces beneficios esperados y el sector tecnológico a 19,5 veces, ambos cerca de la parte baja de sus rangos desde 2018. Nuestra tesis se basa en el crecimiento de los

Dos motores y una base de beneficios más amplia. La siguiente fase del ciclo de beneficios debería ser más amplia y resiliente, sustentada no solo por el liderazgo tecnológico, sino también por una participación creciente del resto de la economía

Beneficios sólidos y valoraciones atractivas



Una base de beneficios más amplia refuerza la sostenibilidad del ciclo



Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, FactSet y Santander AM

beneficios y en una dinámica más amplia de generación de beneficios más que en una expansión de múltiplos. En un entorno de tipos estructuralmente más altos, la calidad adquiere una importancia creciente como fuente de rentabilidad.

Renta fija

Mercado monetario y Soberanos

Las TIRes más altas han devuelto al *carry* el papel de principal motor de retorno en la renta fija. Aunque la desinflación podría reanudarse una vez se estabilicen los precios de la energía, la resiliencia del crecimiento limita el potencial de una caída significativa de las TIRes.

Las presiones fiscales no deben interpretarse como una fuente de riesgo sistémico, sino como un factor que contribuye a unos tipos de equilibrio más elevados a la vez que puede generar episodios recurrentes de volatilidad. En este contexto, mantenemos nuestra preferencia por los tramos cortos de la curva, donde es posible capturar *carry* con menor riesgo de duración. También favorecemos los bonos ligados a la inflación frente a los nominales, ya que los niveles actuales de *breakeven* no ofrecen una protección suficiente frente a posibles repuntes inflacionistas.

Priorizar el *carry* frente a la duración. Las TIRes más altas han desplazado el foco en renta fija desde anticipar bajadas de tipos hacia la generación de *carry* con mayor visibilidad

Crédito

El crédito estadounidense sigue respaldado por una actividad económica resiliente, fundamentales sólidos y rentabilidades totales atractivas. El crecimiento de los beneficios y la generación de caja deberían permitir absorber un mayor coste de financiación, manteniendo contenidos los riesgos de impago y refinanciación.

Unas mayores necesidades de financiación en un entorno de tipos elevados incrementan la importancia del acceso al capital y la disciplina financiera. Consideramos esta dinámica un reto técnico más que una fuente de riesgo material al escenario. En un mercado más selectivo, la fortaleza de los balances, la capacidad de refinanciación y la visibilidad sobre los flujos de caja adquieren una relevancia creciente.

El retorno está en el *carry*, no en los diferenciales. Los fundamentales del crédito siguen siendo sólidos, pero las rentabilidades futuras dependerán más de la generación de *carry* que de una nueva compresión de diferenciales

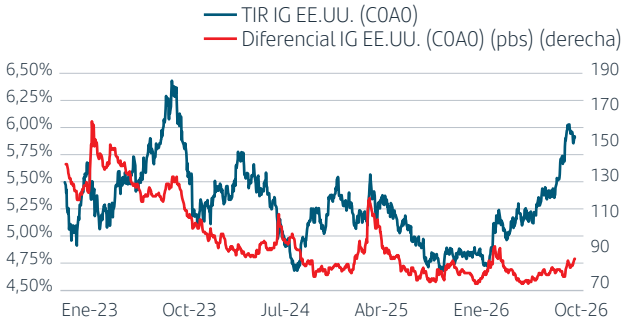
Favorecemos el crédito de grado de inversión (*investment grade*, IG), de alta calidad y corta duración. Las oportunidades más atractivas siguen estando en la generación de *carry* más que en la compresión de diferenciales. El potencial de estrechamiento adicional parece limitado frente a posibles ampliaciones derivadas de shocks energéticos, inflacionistas o fiscales.

Divisas (Índice USD, DXY)

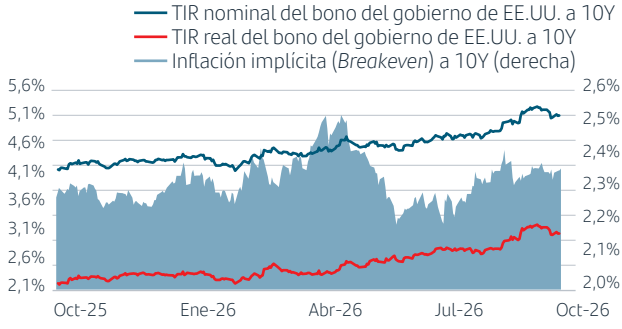
Esperamos que el dólar se mantenga dentro de un rango relativamente estable, respaldado por la resiliencia de la economía estadounidense, una política monetaria todavía restrictiva y su papel de activo refugio en episodios de tensión financiera.

El dólar ya no necesita apreciarse para seguir desempeñando un rol valioso en las carteras. La estabilidad y la diversificación pueden resultar igualmente importantes.

Carry atractivo, margen limitado para el estrechamiento de diferenciales



Una inflación implícita contenida mantiene el atractivo de los tipos reales



Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, FactSet y Santander AM

Eurozona Alemania España

2027: beneficios, *carry* y selección activa



Jacobo Ortega, CEFA
Director de Inversiones Europa SAM

Entramos en 2027 con una visión constructiva pero selectiva: mejora del crecimiento, impulso fiscal y rentabilidades esperadas más atractivas. Preferimos beneficios visibles, *carry* de calidad y duración intermedia, con un euro de apreciación limitada.

Renta variable

Eurozona

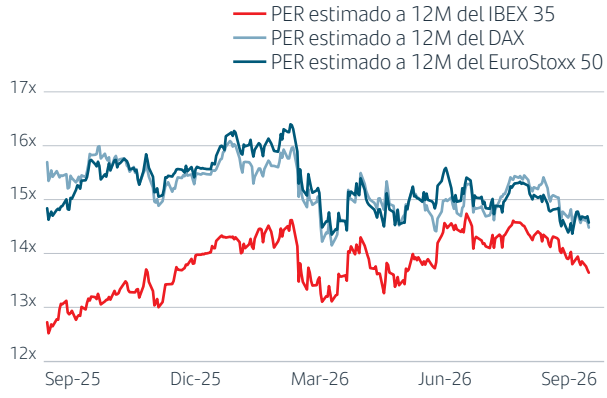
Afrontamos 2027 con una visión constructiva sobre la renta variable de la Eurozona, apoyada en la consolidación del crecimiento, la fortaleza de los beneficios y unas valoraciones que todavía dan soporte para una revalorización moderada. Tras resistir en 2026 las tensiones energéticas y el endurecimiento monetario, esperamos que continúe la mejora gradual de la actividad. La demanda interna ganará protagonismo: el gasto alemán en defensa e infraestructuras impulsará la inversión y el consumo privado seguirá sosteniendo la actividad. El menor impacto arancelario reforzaría este escenario.

Los beneficios son el eje de nuestra tesis. Tras un 2026 positivo, el mercado anticipa avances de doble dígito en 2027: una normalización, no un frenazo, con una composición más equilibrada, menos dependiente de la energía y con mayor contribución de industriales, financieras y tecnología. Las sorpresas positivas y las revisiones al alza recientes refuerzan nuestra confianza en el cumplimiento de las expectativas.

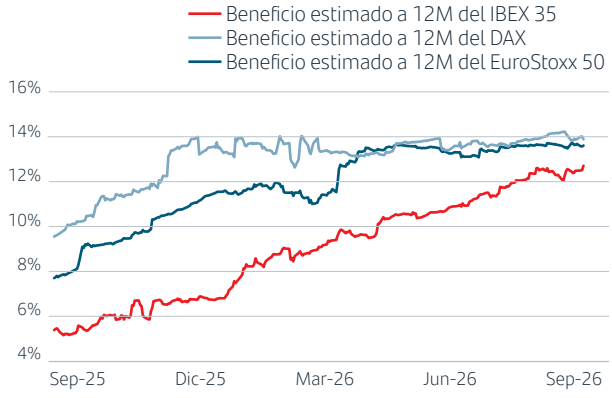
En valoración, la Eurozona se sitúa ligeramente por encima de su media histórica, pero mantiene un descuento relevante frente a Estados Unidos y una atractiva retribución al accionista, apoyada en recompras. No esperamos una fuerte expansión de múltiplos, aunque sí margen para una mejora moderada si el endurecimiento del BCE resulta acotado y se moderan las presiones energéticas. Los riesgos son un nuevo repunte energético, un BCE más restrictivo de lo descontado, un aumento desordenado de las rentabilidades de la deuda y la incertidumbre política. Priorizamos balances resistentes a tipos altos, exposición al ciclo de inversión y sólida generación de caja.

Los beneficios toman el relevo. En 2027, el crecimiento del BPA, más diversificado y menos dependiente de energía, debería ser el principal motor de la bolsa Eurozona. Esperamos doble dígito, con poco apoyo de expansión de múltiplos

Valoraciones: margen para una expansión moderada de múltiplos



El crecimiento de los beneficios sigue siendo el principal soporte para 2027



Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, Datastream y Santander AM

Alemania

Alemania encara 2027 con una política fiscal más expansiva y mayor inversión pública en defensa e infraestructuras. Aunque la actividad sigue mostrando altibajos, el estímulo empieza a reflejarse en el gasto y la producción ligados a defensa. Su impacto dependerá de la velocidad de ejecución. Nuestra visión es constructiva, pero selectiva: la debilidad de pedidos y exportaciones evidencia los desafíos de un modelo industrial expuesto al comercio global y a la creciente competencia de China.

Preferimos compañías vinculadas al gasto doméstico frente al ciclo exportador tradicional. Las oportunidades abarcan defensa, construcción, materiales y bienes de equipo para modernizar redes y transporte. La clave será convertir carteras de pedidos visibles en resultados; el impulso fiscal debería alcanzar su máximo hacia finales de 2027.

De la promesa fiscal a la ejecución real. El estímulo fiscal alemán favorece a defensa, infraestructuras y bienes de equipo; el factor decisivo será la velocidad de ejecución y la conversión de carteras de pedidos en resultados

España

España mantendrá en 2027 un crecimiento superior al de las grandes economías de la Eurozona, aunque más moderado que en 2026. El empleo seguirá sosteniendo el consumo y los servicios continuarán liderando la actividad. La retirada gradual de fondos europeos, la consolidación fiscal y una menor incorporación de nuevos trabajadores al mercado laboral limitarán la expansión.

Tras dos años de fuerte crecimiento, esperamos avances de beneficios cercanos al doble dígito. Los bancos mantienen alta rentabilidad y generación de capital, que respaldan retribuciones al accionista atractivas. Las eléctricas ofrecen visibilidad de resultados y exposición a la electrificación. Pese a las subidas recientes, el mercado cotiza en línea con su media histórica y entre los múltiplos más bajos de la Eurozona, con un perfil de crecimiento superior. Una prima de riesgo controlada y una elevada rentabilidad por dividendo respaldan una expansión moderada de múltiplos. Los riesgos son los precios elevados, la moderación del empleo y del turismo, el repunte de las primas de riesgo y la incertidumbre global. Favorecemos financieras, eléctricas con ingresos visibles, infraestructuras y compañías ligadas a la demanda doméstica.

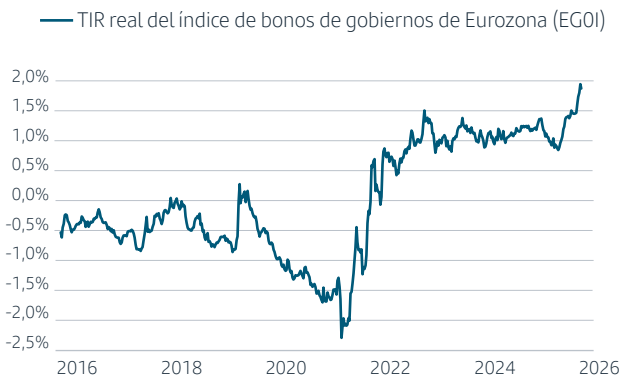
España, crecimiento diferencial con retorno al accionista. Crecimiento superior, valoraciones en línea con su media y elevada remuneración al accionista sostienen una visión positiva, con preferencia por financieras, eléctricas e infraestructuras

Renta fija

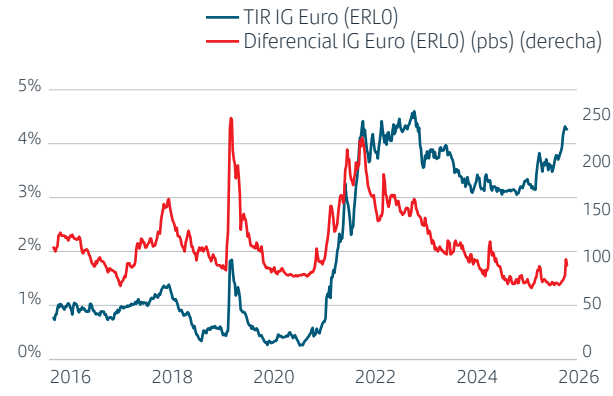
Mercado monetario

Esperamos tipos a corto plazo relativamente elevados en 2027, ante la incertidumbre inflacionista y la prudencia de los bancos centrales. Las estrategias monetarias seguirán ofreciendo *carry* atractivo, baja volatilidad y riesgo de duración limitado, como fuente estable de rentas en las carteras de renta fija.

El repunte de las TIRes reales mejora el punto de entrada en duración



El IG europeo ofrece *carry* elevado y un mayor colchón de rentas



Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, ICE BofA y Santander AM

Soberanos

El reajuste reciente devuelve atractivo a la deuda soberana de la Eurozona: mayores rentabilidades reales y primas por plazo mejoran el punto de entrada para tomar duración. La inflación, la energía y la situación fiscal seguirán generando volatilidad, pero las rentas actuales ofrecen un mayor colchón y mejoran el perfil rentabilidad-riesgo.

La deuda soberana recupera capacidad de diversificación ante una desaceleración. Si el crecimiento decepciona, la duración puede generar ganancias de capital y compensar la debilidad de los activos de riesgo. Proponemos añadir duración gradualmente, sobre todo en vencimientos intermedios, combinando *carry* y potencial de revalorización, con selectividad por países y preferencia por fundamentales fiscales sólidos. Mantenemos prudencia en Francia ante la incertidumbre fiscal.

El reajuste de TIR en soberanos mejora el binomio rentabilidad-riesgo: preferimos duración intermedia y emisores con fundamentales fiscales sólidos; mantenemos prudencia en Francia

Bonos ligados a la inflación

Los riesgos inflacionistas de la Eurozona se han desplazado al alza. Estos bonos ofrecen cobertura frente a nuevas presiones, mientras las elevadas rentabilidades reales aportan *carry* y potencial de ganancias si bajan los tipos reales. La volatilidad soberana y de las primas de riesgo exige selectividad.

Crédito

Mantenemos una visión constructiva sobre el crédito europeo en 2027, con preferencia por el grado de inversión. El crédito de grado de inversión en euros ofrece rentabilidades sensiblemente superiores a la inflación y por encima de sus medias históricas, sin un deterioro comparable de los fundamentales: apalancamiento, cobertura de intereses e impagos siguen mostrando solidez.

El crédito de grado de inversión combina *carry*, calidad y potencial de revalorización. Las rentas amortiguan la volatilidad y una estabilización de tipos o primas de riesgo aportaría retornos adicionales. Es nuestra exposición núcleo en renta fija. También vemos oportunidades selectivas en *high yield* de corta duración, especialmente en emisores con rating BB de mayor calidad, con *carry* atractivo y pocas necesidades de refinanciación.

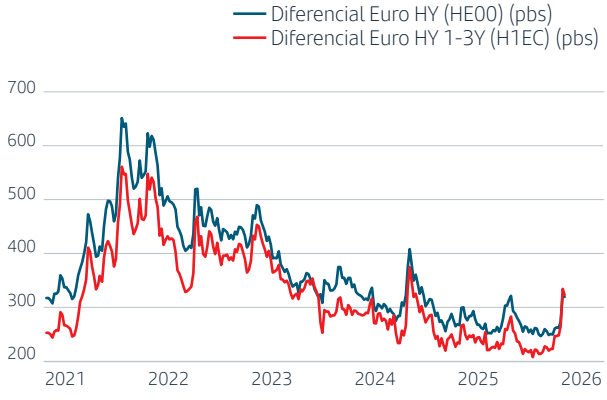
El crédito IG es nuestra exposición preferida en renta fija: TIRes sensiblemente superiores a la inflación, fundamentales sólidos y un *carry* que ofrece colchón. En *high yield*, vemos valor selectivo en BB de corta duración

Divisa

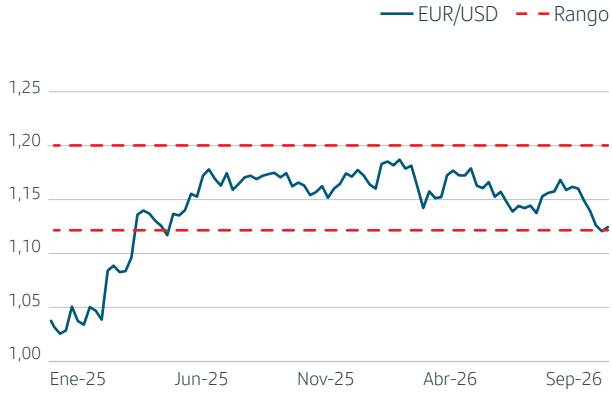
Nuestro escenario central para 2027 prevé un EUR/USD con sesgo moderadamente alcista, dentro del rango 1,12-1,20 y sin tendencia estructural definida. El estímulo fiscal europeo, especialmente el alemán, y la mejora de la actividad apoyarían al euro. Su avance estará limitado por un crecimiento inferior al estadounidense, las dudas fiscales y en el contexto de un calendario electoral exigente. Una energía cara favorecería al dólar. Esperamos una apreciación moderada, compatible con la estabilidad macroeconómica global.

Vemos un EUR/USD con sesgo moderadamente alcista, pero acotado al rango 1,12-1,20: el apoyo fiscal europeo compite con el diferencial de crecimiento, la geopolítica y la energía

El HY europeo gana atractivo relativo, especialmente en BB de corta duración



EUR/USD: sesgo alcista moderado dentro del rango 1,12-1,20



Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, ICE BofA y Santander AM

Reino Unido

Mejores perspectivas de lo que sugiere el pesimismo



James Ind, CFA
Director de Inversiones SAM UK

El pesimismo sobre el Reino Unido es una de las pocas industrias nacionales a las que nunca parece faltarles capital. La inflación se encamina de nuevo por encima del 4%, la rentabilidad de la deuda a diez años alcanzó aproximadamente el 5,4% en el 3T y el nuevo primer ministro afronta sus primeros presupuestos con mucho menos dinero del que había previsto. Sin embargo, el pesimismo parece algo exagerado. El desequilibrio fiscal del Reino Unido es aproximadamente la mitad del de EE.UU. a la vez que sus instituciones suelen imponer cierta disciplina al gasto público. El mercado laboral se está estabilizando, en lugar de desplomarse. La inversión, tradicionalmente uno de los puntos débiles de la economía, ha aumentado cerca de un 11% desde los mínimos de 2023 y aportó casi la mitad del crecimiento del PIB en el 1S 2026. Pero, sobre todo, los inversores reciben una remuneración adecuada por esperar. Un consenso tan pesimista puede brindar oportunidades a los inversores pacientes.

Renta variable

Nuestra visión es positiva en términos absolutos. Las valoraciones son atractivas, los dividendos son sólidos y solo alrededor de una cuarta parte del mercado de grandes compañías está realmente expuesta a la economía nacional. Los inversores pueden seguir accediendo a bancos, mineras y empresas de defensa y farmacéuticas globales con el descuento al que cotiza el mercado británico. Además, existe una interesante relación de reciprocidad con las finanzas públicas: de los 12MMn de libras en que se revisaron al alza las previsiones de ingresos fiscales en marzo, la subida de las cotizaciones bursátiles aportó unos 9MMn. En términos relativos, nuestra postura es más moderada. La escasa productividad, las limitadas oportunidades de inversión en tecnología e inteligencia artificial y la débil demanda interna de inversiones en renta variable mantienen al Reino Unido como una posición estructural en cartera, más que como una apuesta decidida por su sobreponderación frente a la renta variable mundial.

El pesimismo sobre el Reino Unido es exagerado. Su desequilibrio fiscal es aproximadamente la mitad del de Estados Unidos, y los inversores reciben una buena remuneración por esperar

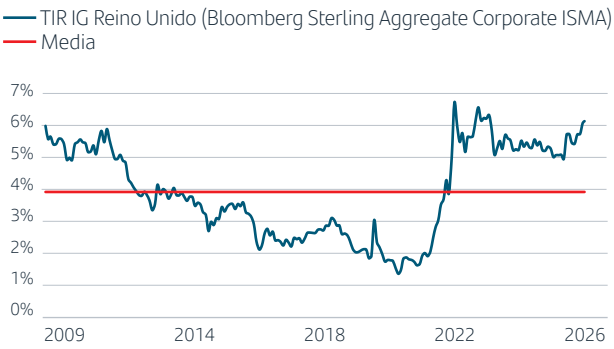
La renta variable británica permite invertir en bancos, mineras, defensa y farmacéuticas de ámbito mundial con el descuento al que cotiza el mercado británico. Nuestra visión es positiva en términos absolutos, pero más moderada en relativo

Renta fija

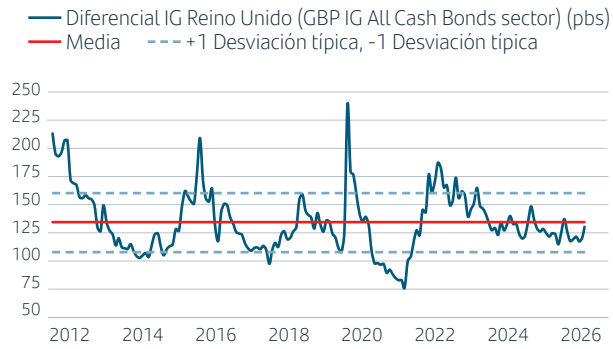
Mercado monetario

El mercado descuenta cuatro o más subidas del tipo de interés oficial en total, incluida la ya realizada. Según nuestras previsiones, solo será necesaria una subida adicional, hasta completar dos: el Banco de Inglaterra está respondiendo a un shock energético, no tratando de iniciar un nuevo ciclo de endurecimiento monetario. Esa diferencia puede representar una oportunidad para los ahorradores, por lo que las rentabilidades de vencimientos hasta dos años parecen generosas para tratarse de inversiones libres de riesgo.

Las TIRes del crédito IG en libras parten de niveles muy superiores a la media histórica



Los diferenciales no están en niveles extremos: se sitúan cerca de su media histórica



Fuente de todos los gráficos: Bloomberg y Santander AM

Soberanos

La deuda pública británica comparte los problemas que afectan a la deuda soberana mundial: elevado endeudamiento, déficits persistentes e inflación resistente a la baja, mientras las necesidades de financiación siguen aumentando gradualmente. Nuestra posición es neutral. Con todo, el Reino Unido ya ha atravesado situaciones similares: en 1950, la deuda pública representaba el 180% del PIB. Se espera una fuerte reducción de las emisiones de deuda a largo plazo, y el Banco de Inglaterra ha frenado el ritmo de venta de los bonos que acumuló durante las distintas crisis. Los bonos británicos ligados a la inflación a diez años ofrecen ahora una rentabilidad real (descontada la inflación) de casi el 2%, tras más de una década en terreno negativo. Buena parte de las malas noticias ya está descontada en los precios.

El mercado descuenta cuatro o más subidas de tipos en total; nosotros prevemos solo una adicional, hasta completar dos. Las rentabilidades de los activos con vencimientos de hasta dos años parecen generosas para tratarse de inversiones libres de riesgo

Crédito

El crédito británico con grado de inversión denominado en libras esterlinas es nuestra principal idea de inversión para 2027. Los diferenciales, situados en torno a los 130 pbs, se encuentran cerca de su media de los últimos 15 años y en la parte alta del rango de entre 115 y 138 pbs registrado durante el último año, por lo que el punto de entrada ha mejorado. Sumados a las elevadas TIRes de la deuda pública británica, ofrecen TIRes a vencimiento muy superiores a la inflación prevista y una atractiva rentabilidad nominal. El crédito con grado de inversión rinde en torno al 6,2%, frente a una media del 4% desde 2009, superando la rentabilidad anual media del FTSE 100, un activo con mayor volatilidad asociada. La composición del mercado también juega a su favor. Los sectores financiero, de servicios públicos e inmobiliario representan más del 70% del mercado, mientras que el tecnológico supone menos del 1%, frente a casi el 10% en el mercado mundial, donde la financiación vinculada a la inteligencia artificial por parte de un reducido grupo de emisores de gran tamaño está concentrando el riesgo. El crédito en libras esterlinas permite obtener ingresos recurrentes y, al mismo tiempo, diversificar la cartera para reducir la exposición a esa concentración.

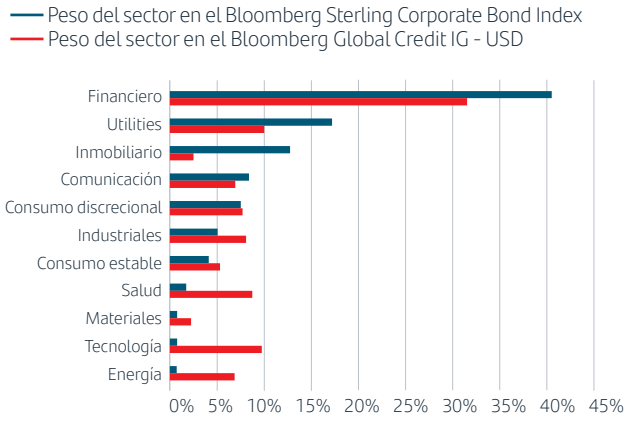
Crédito con grado de inversión en libras: diferenciales razonables, elevadas TIRes totales y escasa exposición al endeudamiento ligado a la IA que concentra el riesgo crediticio mundial

Divisa

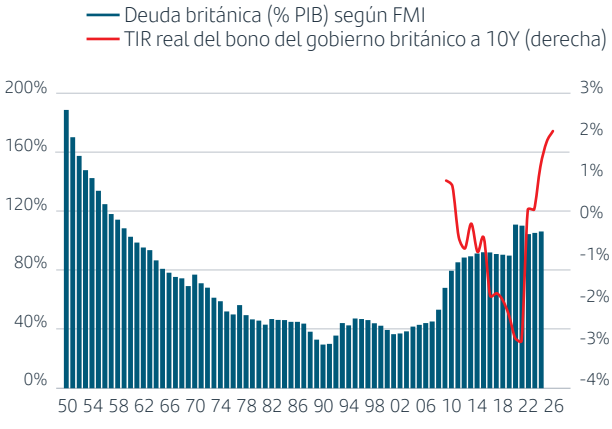
Posición neutral. La libra esterlina tiene sus problemas, pero también los tienen el dólar, el euro y el yen. Al comparar las divisas de desarrollados, no se aprecia ninguna que destaque claramente por sus perspectivas de apreciación o depreciación frente a la libra. Por tanto, no esperamos que la evolución de la divisa sea un factor determinante de la rentabilidad para los inversores británicos en 2027.

La moderación de la inflación, la disciplina fiscal y el cambio previsto en la estructura de emisión de soberanos respaldan un comportamiento relativo favorable adicional

Concentración en bancos, servicios públicos e inmobiliarias; tecnología pesa menos del 1%



La deuda británica es elevada, pero no carece de precedentes y ofrece TIR real positiva



Fuente de todos los gráficos: Bloomberg y Santander AM

Brasil

Desafíos a corto plazo, oportunidades a largo plazo



Mário Felisberto
Director de Inversiones SAM Brasil

En las elecciones de 2026, el presidente Lula da Silva fue reelegido. Con el inicio del nuevo mandato, los mercados estarán atentos a las prioridades del Gobierno y a la composición de su equipo económico. La capacidad de ejecución será igualmente importante: sacar adelante su agenda implicará negociar con el Congreso, y los inversores prestarán especial atención a la capacidad del Gobierno para traducir sus prioridades en medidas legislativas y resultados concretos.

En este contexto, los desafíos fiscales siguen siendo considerables. Tanto el elevado nivel de deuda pública como el coste de los intereses exigen una mejora sostenida del saldo primario. Dado que la presión fiscal ya es relativamente elevada, un ajuste sostenible deberá abordar el crecimiento del gasto obligatorio y mejorar la eficiencia del gasto público. Más allá de la consolidación fiscal, será necesario avanzar en productividad, infraestructuras, formación del capital humano y entorno empresarial para elevar el crecimiento potencial, que sigue siendo reducido.

Estimamos un crecimiento del PIB del 1,0% en 2027, lastrado por unas condiciones financieras restrictivas y un menor impulso fiscal. El crédito también se desacelerará tras su fuerte expansión, debido al endeudamiento de hogares y empresas, los elevados costes del servicio de la deuda y una oferta crediticia más restrictiva. Nuestro escenario central contempla una inflación del 4,5% a finales de 2027, frente al 5,0% de 2026, gracias a la política monetaria restrictiva. Tras la reducción del tipo de interés oficial Selic del 15,0% al 13,75%, creemos que el Banco Central de Brasil mantendrá los tipos estables durante 2027 ante los riesgos inflacionistas.

Afrontar los desafíos fiscales requerirá de una continua coordinación entre el Gobierno y el Congreso

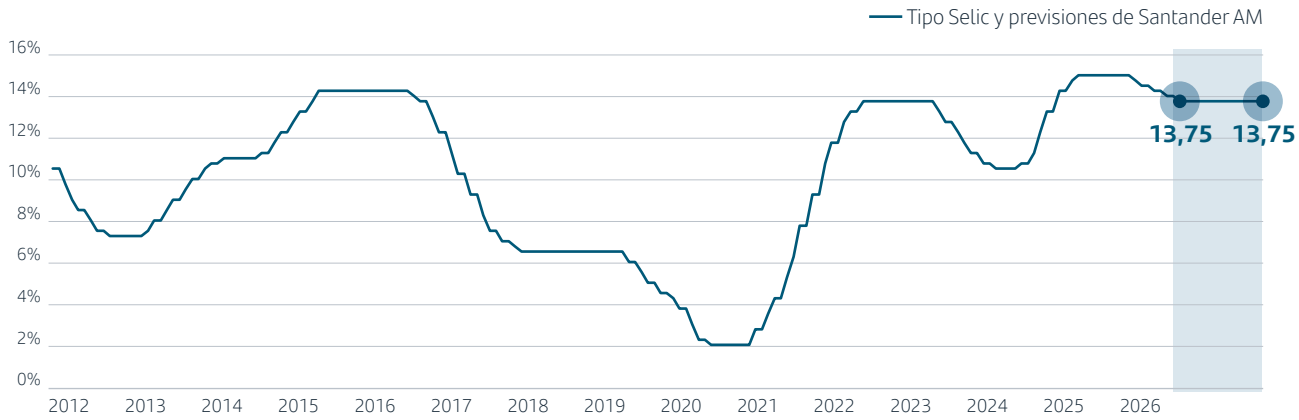
A largo plazo, Brasil ofrece a los inversores internacionales una exposición diferenciada a sectores agroindustrial y energético competitivos, un gran mercado interno y mercados de capitales desarrollados. Sus recursos naturales y posición geopolítica podrían favorecer las inversiones en infraestructuras ligadas a la inteligencia artificial, la transición energética y la reconfiguración de las cadenas de suministro mundiales. Convertir estas ventajas en crecimiento sólido y sostenido exigirá mejorar la ejecución de las políticas económicas y el entorno de inversión.

Renta variable

Iniciamos 2027 con una visión prudente sobre la renta variable brasileña. Los elevados tipos reales, el menor crecimiento y la incertidumbre fiscal probablemente lastrarán los beneficios y el sentimiento de mercado. Aunque las valoraciones son atractivas en términos históricos, una revisión sostenida al alza de los múltiplos exigirá mayor visibilidad sobre los tipos y la materialización de los beneficios esperados. Favorecemos compañías con

Estimamos que el crecimiento del PIB se modere hasta el 1,0% en 2027, con una inflación en torno al 4,5%

El tipo Selic debiera mantenerse en el 13,75%



Fuente: Banco Central de Brasil y Santander AM

balances sólidos, flujos de caja resilientes, capacidad de fijación de precios e ingresos en divisas fuertes. Más allá del ciclo, los productores de materias primas, las principales entidades financieras y las compañías de infraestructuras ofrecen oportunidades para diversificar carteras globales muy expuestas a tecnología.

Renta fija

Mercado monetario

Prevemos que los tipos de interés oficiales se mantengan elevados durante todo 2027. Aunque el menor crecimiento debería favorecer una mayor moderación de la inflación, las presiones sobre los precios de las materias primas, un episodio intenso de El Niño y la persistente incertidumbre fiscal podrían exigir mantener el sesgo restrictivo de la política monetaria. Además, el aumento del tipo de interés real de equilibrio, junto con unas expectativas de inflación que siguen por encima del objetivo, apunta a unos tipos oficiales nominales más elevados a largo plazo. Estos factores estructurales limitan el margen para una relajación monetaria significativa. En consecuencia, los instrumentos del mercado monetario deberían seguir ofreciendo una rentabilidad por *carry* atractiva en moneda local.

Prevemos que el tipo Selic se mantenga en el 13,75%, sin nuevos recortes de tipos en nuestro escenario central

Renta fija local, Soberanos y Bonos ligados a la inflación

Nuestra visión es neutral en renta fija local, con preferencia por los bonos ligados a la inflación frente a los soberanos nominales. Sin recortes de tipos en nuestro escenario central, estimamos que el *carry* contribuirá más a la rentabilidad total que las ganancias por duración. La inflación y la evolución fiscal podrían limitar las caídas sostenidas de las rentabilidades de los bonos. Los bonos ligados a la inflación ofrecen rentabilidades reales atractivas y protección frente a la inflación, aunque su valoración a precios de mercado sigue siendo sensible a los movimientos de tipos.

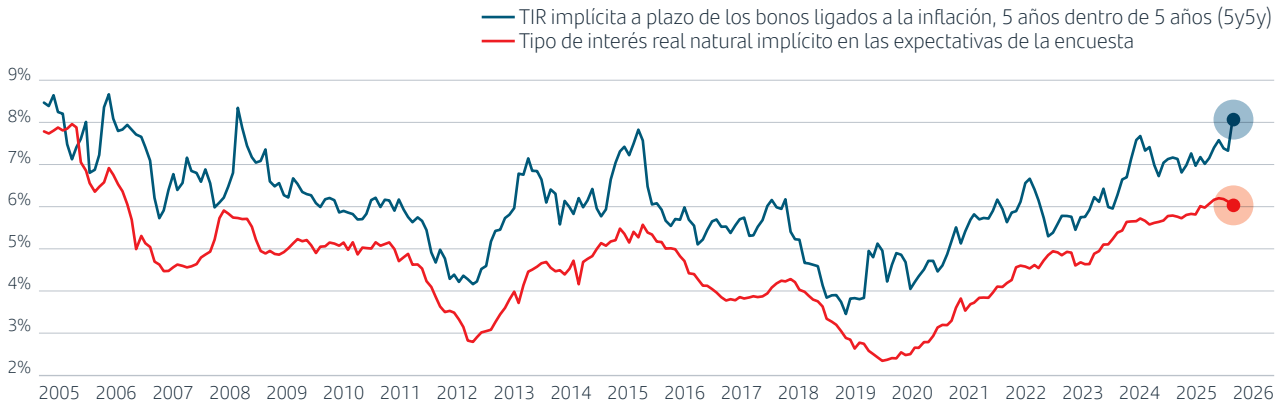
Crédito local

Nuestra visión es neutral en crédito local. El menor crecimiento y las condiciones financieras restrictivas podrían deteriorar la calidad crediticia, especialmente entre emisores apalancados. No obstante, la ampliación de los diferenciales ofrece mayor compensación por el riesgo, mientras que el *carry* sigue siendo atractivo. La selección de emisores será clave: favorecemos balances sólidos, liquidez holgada y necesidades de refinanciación manejables.

Divisa

Prevemos que el real brasileño siga infravalorado, con la incertidumbre fiscal limitando una apreciación sostenida. No obstante, las valoraciones atractivas, un superávit comercial considerable y unos tipos reales elevados deberían sostener la divisa. Una mayor desinflación reforzaría sus perspectivas.

El foco en la situación fiscal mantiene elevados los tipos de interés reales a largo plazo



Fuente: Anbima, Banco Central de Brasil y Santander AM

México

De autos a IA: transformando el motor exportador



Rafael Buerba, CFA
Director de Inversiones de SAM Asset Management*

Estimamos que la economía mexicana crezca 1,6% en 2026, tras avanzar 0,6% en 2025. La recuperación sigue por debajo de su potencial y de lo esperado en periodos de expansión en EUA. El consumo privado continúa débil y el impulso del Mundial de fútbol fue marginal. Por otro lado, la inversión pública y las exportaciones vinculadas a inteligencia artificial (IA) son los principales motores del crecimiento.

La inversión total cayó 3,2% en 2025, pero se recupera en 2026 por el regreso de la inversión pública. Aunque la participación privada sigue rezagada, pensamos que el Plan México pudiera reactivar el interés del capital nacional y extranjero en infraestructura eléctrica y energética.

Las exportaciones mexicanas han sorprendido positivamente en 2026. El auge global de la IA ha fortalecido el papel del país en la manufactura norteamericana, con una plataforma exportadora cada vez más orientada a suministrar equipo para centros de datos en EUA.

Para traducir este dinamismo exportador en mayor crecimiento sostenido del PIB, México requiere inversiones que eleven el contenido nacional y el valor agregado. Una revisión del T-MEC (Tratado México-EE.UU.-Canadá) e implementación efectiva del Plan México serán determinantes. El país debiera consolidarse como centro estratégico de manufactura para infraestructura de centros de datos vinculados a la IA en Norteamérica. Esperamos un crecimiento del PIB cercano a 2% en 2027.

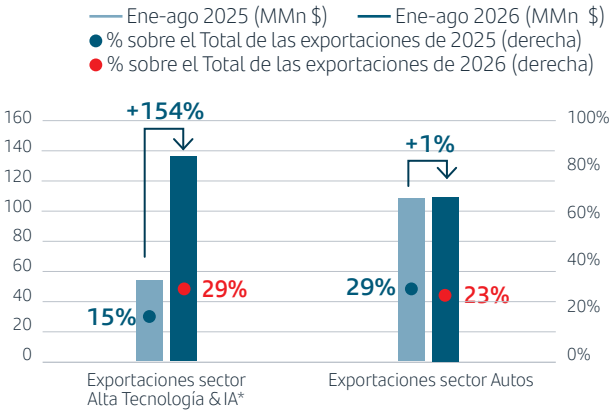
México está atrayendo inversiones en infraestructura de nube e IA. Las exportaciones de alta tecnología/IA alcanzaron el 37% del total, compensando la desaceleración del sector automotriz, tradicionalmente el motor exportador del país

Hay margen para una expansión de múltiplos de renta variable mexicana conforme mejore el crecimiento económico, disminuya la incertidumbre asociada a la revisión del T-MEC y avance la implementación del programa de infraestructura del Plan México

Renta variable

Tras el sólido desempeño de 2025, la bolsa mexicana alcanzó máximos históricos a principios de 2026 y después operó en un rango estrecho durante varios meses. El crecimiento moderado, la incertidumbre sobre la revisión del T-MEC y el fin del ciclo de relajación monetaria explican la consolidación. Hacia el cierre de 2026, el mercado retomó una trayectoria alcista. Aunque el descuento se ha reducido, la valuación sigue por debajo de su promedio histórico. Las utilidades deberían mantenerse resilientes y con una recuperación más heterogénea entre sectores y emisoras, sin la dependencia de un solo sector contribuyendo con la mayoría del crecimiento en utilidades, como fue minería en 2026. Una mayor dispersión generará oportunidades para la selección de acciones.

Exportaciones México: la transformación de Autos a IA



La renta variable mexicana cotiza a descuento frente a su promedio histórico



**Alta Tecnología & IA incluye ordenadores, servidores, componentes informáticos, equipos de redes y telecomunicaciones, chips, semiconductores, sistemas de almacenamiento y equipos para la fabricación de chips.*

Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, Banxico, Inegi y Santander AM

Renta fija

Monetarios

Banxico ha alcanzado una tasa terminal de 6,50% y estimamos que ésta aumentará cuando mucho a 7,25% hacia diciembre de 2027. La inflación se mantiene cerca de la meta de 3%, aunque persisten riesgos al alza derivados de precios agropecuarios y de servicios. Los instrumentos de corto plazo se beneficiarán de la reinversión a tasas más altas, manteniendo rendimientos reales atractivos. Privilegiamos instrumentos flotantes para capturar *carry* sin incrementar duración.

En tasas esperamos una pausa prolongada y cuando mucho un ciclo moderado de alzas hasta 7,25% en diciembre 2027. Condiciones económicas distintas explican la divergencia entre la trayectoria esperada entre Banxico y la Fed

Soberanos

La pendiente de la curva nominal permite capturar una prima por plazo atractiva. El diferencial entre los bonos a 2 y 10 años ronda los 160 pbs, elevado frente a su historia. Los vencimientos intermedios ofrecen el mejor equilibrio entre rendimiento y riesgo de duración. Mantenemos nuestra preferencia por tasas nominales sobre tasas reales y destacamos a los Bonos M como el activo más atractivo en México para los próximos doce meses.

Tasas reales

A diferencia de la curva nominal, la curva de tasas reales presenta una estructura distinta de prima por plazo, con los nodos de 10 y 30 años prácticamente planos. Dado que la compensación por extender duración es limitada, nuestra preferencia se concentra en el nodo a 10 años, que actualmente ofrece un rendimiento real cercano a 4,8%. Aunque seguimos favoreciendo tasas nominales en términos relativos, este nivel proporciona un rendimiento real atractivo y protección ante sorpresas inflacionarias.

Consideramos altamente probable que México conserve su calificación de grado de inversión. En consecuencia, la elevada prima por plazo en los bonos locales ofrece el mejor balance de riesgo-rendimiento entre las distintas clases de activos

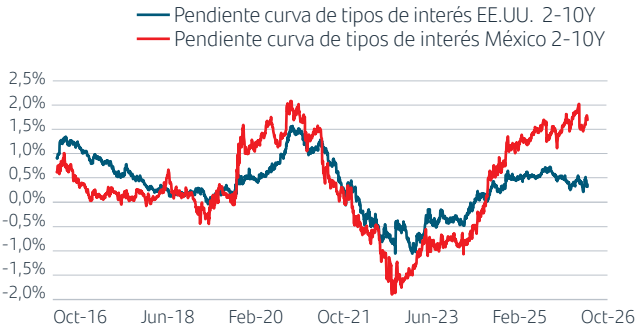
Crédito local

Favorecemos el crédito corporativo de tasa flotante, que fortalece el *carry* de los portafolios ante la posibilidad de incrementos en la tasa objetivo. Adicionalmente, este segmento ofrece mayor liquidez en el mercado secundario frente a las emisiones de tasa fija. La selección de emisores se basa en análisis fundamental y valor relativo, privilegiando perfiles crediticios sólidos y balances robustos.

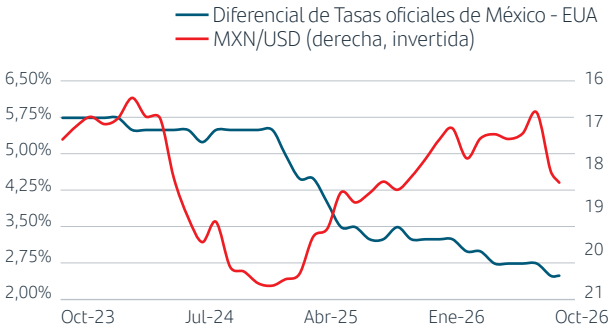
Divisa

Mantenemos una visión constructiva, aunque prudente, sobre el peso (MXN). Reconocemos que tras la fuerte apreciación del año pasado, el potencial de ganancias extraordinarias es limitado. Anticipamos un rango estrecho y nuestro posicionamiento es neutral. El soporte fundamental proviene de la recuperación del crecimiento económico. Si las condiciones financieras globales permanecen favorables, el dinamismo en actividad económica y rendimientos reales todavía atractivos podrían respaldar una apreciación moderada de la moneda. Por otro lado, reconocemos que el diferencial de tasas de interés, históricamente uno de los principales anclajes del peso mediante estrategias de *carry trade*, se ha reducido de manera importante. Además, un tipo de cambio más débil favorecería al turismo, mejoraría el poder adquisitivo de las remesas y reforzaría la competitividad exportadora.

Pendiente de la curva en México abre oportunidades de inversión en Bonos M



Fortaleza del Peso aún con menor diferencial de tasas vs EUA



Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, Banxico, Inegi y Santander AM

Chile

Las reformas impulsan crecimiento y atractivo local



Diego Ceballos
Director de Inversiones SAM Chile

Para 2027 esperamos crecimiento cercano al 3%, con inflación que se moderará y alcanzará la meta del banco central a mediados del segundo semestre.

Este crecimiento se explica por la entrada en vigor de la Ley de Reconstrucción que tendrá efectos positivos en la economía. Además, la reforma al mercado de capitales también podría aportar un mayor estímulo a la actividad. El hecho de que la tasa de política monetaria se mantenga en niveles de 4,50% permitirá la convergencia inflacionaria a la meta, con el shock del petróleo completamente absorbido.

Seguimos viendo cómo la demanda de cobre y litio se mantiene fuerte ante los cambios tecnológicos actuales, por lo que los precios de ambos serían un viento a favor para la economía y la moneda.

Renta variable

Tras un 2026 condicionado por el conflicto en Medio Oriente, mayores tasas y restricciones fiscales, esperamos un entorno más favorable, apoyado por mejores términos de intercambio, moderación de las presiones inflacionarias y recuperación de la inversión.

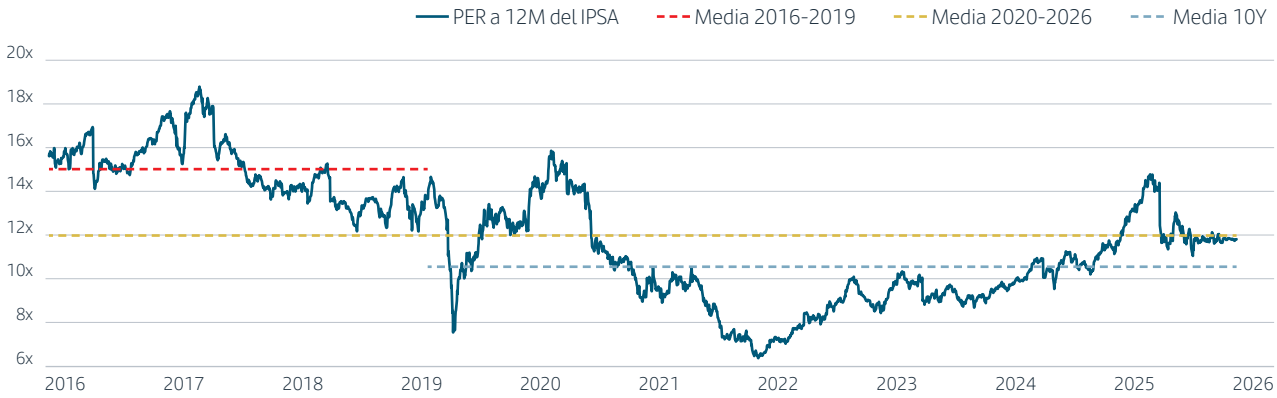
Nuestro escenario considera un cobre sobre 6 USD/lb, que aliviaría las restricciones fiscales y fortalecería la inversión. A ello se suman la eventual normalización geopolítica y la Ley de Reconstrucción, que impulsaría proyectos mineros y energéticos, especialmente en el norte. El proyecto de mercado de capitales podría ser un catalizador adicional mediante incentivos a la inversión, medidas de acceso a la vivienda y mayor profundidad y liquidez financiera. Una recuperación inmobiliaria reforzaría este escenario, dada su relevancia para la inversión y el empleo.

El mercado transa actualmente cerca de 12x precio/utilidad, el promedio de los últimos diez años, período de bajo crecimiento e inversión. Un escenario más dinámico podría justificar una expansión de múltiplos hacia niveles sobre 15x, observados entre 2015 y 2019, que consideramos valor justo para Chile. Esperamos un crecimiento de la utilidad por acción de 6% en 2027, con espacio para revisiones positivas de utilidades a medida que mejoren las cifras de actividad, inversión e inflación.

Mejores términos de intercambio, menor inflación y reformas pro inversión configuran un 2027 favorable para los activos chilenos

Esperamos crecimiento de utilidades del 6%, con espacio de revisiones al alza

Las valorizaciones siguen en niveles atractivos



Fuente: Bloomberg y Santander AM

Renta fija

Mercado monetario

En 2027 esperamos que la tasa de Política Monetaria (TPM) se mantenga en torno a 4,50%, nivel que consideramos cercano a neutral, con crecimiento económico cercano al 3% e inflación convergiendo a la meta tras la absorción del shock petrolero. A nivel local, será importante dimensionar el impacto real de la masiva inversión prevista en el país sobre variables como crecimiento, desempleo y consumo. El mercado monetario debería mantener un *carry* atractivo y una fuente estable de retorno para los perfiles más conservadores.

El *carry* será la principal fuente de retorno en renta fija, favoreciendo la selección de plazos y emisores por sobre apuestas de duración

Soberanos

Con la TPM en niveles neutrales, el *carry* debería ganar protagonismo como fuente de retorno. La parte corta y media de la curva permanecería anclada por la política monetaria, mientras que la parte larga estaría más condicionada por el tesoro estadounidense a 10 años y las condiciones financieras globales. El grado de empinamiento dependerá de la oferta de bonos del Gobierno chileno y de la evidencia sobre el impacto de la inversión en la actividad y el empleo. Con menor espacio para ganancias por caídas adicionales de tasas, los niveles actuales siguen ofreciendo retornos atractivos, favoreciendo la selección de plazos y valor relativo por sobre apuestas direccionales de duración.

Bonos ligados a la inflación

Los instrumentos en UF (indexados a la inflación) deberían mantener un rol relevante para los inversionistas, tanto por sus tasas reales como por su protección frente a sorpresas inflacionarias. La reforma previsional -del sistema de pensiones- agrega además un soporte estructural: los nuevos índices contra los que se compararán los fondos generacionales incorporan referencias soberanas y corporativas en UF en distintos segmentos de duración, favoreciendo la demanda institucional por estos instrumentos, con mayor intensidad en los tramos largos.

Crédito local

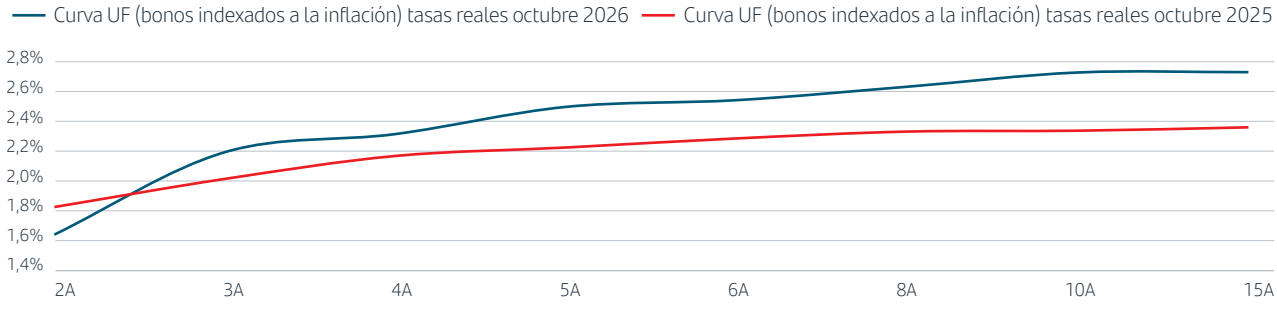
Mantenemos visión neutral sobre el crédito corporativo. Los spreads AAA se encuentran en niveles históricamente bajos, respaldados por emisores con balances sólidos y una elevada demanda por activos de alta calidad, por lo que el *carry* y la selección de emisores deberían ser las principales fuentes de retorno. La reforma previsional debería reforzar esta dinámica al favorecer el crédito corporativo en UF y la duración larga, en un mercado menos profundo que el soberano.

Divisa

Las perspectivas para el peso chileno (CLP) en 2027 son favorables. En un contexto en el que los países de la región muestran cierta debilidad y Chile presenta una mayor fortaleza que en 2026, podríamos ver cómo los inversionistas deshacen posiciones de *carry trade* actualmente financiadas en CLP. A su vez, la fortaleza de las principales materias primas exportadas por Chile, el cobre y el litio, debería impulsar un mayor flujo de dólares hacia la economía local, fortaleciendo al peso chileno.

La reforma previsional impulsa la demanda por instrumentos en UF de largo plazo, mientras el cobre, el litio y la fortaleza relativa de Chile favorecen al peso chileno en 2027

Curva UF (bonos indexados a la inflación) ofrece niveles atractivos y seguro de inflación



Fuente: RiskAmerica y Santander AM

Argentina

2027, la prueba de la continuidad



Cristian Brau, CFA
Director de Inversiones SAM Argentina

Tras tres años de estabilización, 2027 será un año clave para valorar la consolidación del rumbo iniciado a fines de 2023. Con el calendario electoral de fondo, el debate económico se centrará en los pilares del programa: equilibrio fiscal, un frente externo fortalecido y una economía más abierta a la competencia. Argentina llega con fundamentos robustos: superávit fiscal, una cuenta corriente en torno al equilibrio y una matriz exportadora que se diversifica, con la energía y la minería sumándose de manera gradual al agro como fuentes estructurales de divisas. El desafío es que la recuperación sigue siendo de dos velocidades: los sectores exportadores lideran, mientras que actividades intensivas en empleo, como la construcción y la industria, siguen rezagadas. Anticipamos un año de mayor incertidumbre, con la atención puesta en la agenda de reformas. En Argentina, estos episodios suelen reflejarse en el tipo de cambio y en el diferencial soberano, con un impacto transversal sobre bonos y acciones. Privilegiamos calidad crediticia, activos en dólares y gestión activa para aprovechar las ventanas tácticas que abra la volatilidad.

Argentina llega a 2027 con superávit fiscal, cuenta corriente en equilibrio y una matriz exportadora más diversificada

Renta variable

Las acciones argentinas seguirán estrechamente ligadas a la evolución de la prima de riesgo país. Para 2027 vemos más espacio para oportunidades tácticas que para una expansión sostenida de múltiplos. Los avances en la agenda económica podrían impulsar una revalorización, especialmente considerando las valoraciones actuales, aunque capturarla requerirá buenos puntos de entrada. Preferimos compañías con generación de caja en dólares, como energía y exportadoras, menos expuestas al ciclo doméstico. Los bancos, más sensibles a tasas y morosidad, dependerán en mayor medida de la actividad y de las condiciones financieras. Nuestra visión es neutral, con sesgo táctico.

La prima por incertidumbre será transversal: no vemos un ganador estratégico claro entre bonos y acciones, sino ventanas tácticas que exigirán gestión activa

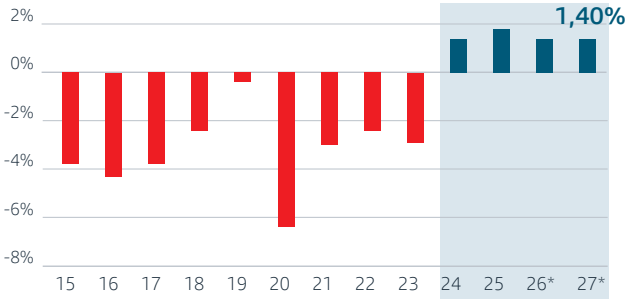
Renta fija

Soberanos denominados en dólares

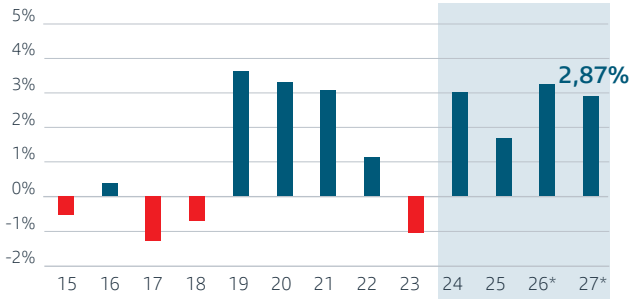
Los bonos soberanos inician 2027 con un diferencial que ya incorpora cierta cautela, en un contexto global de tasas largas elevadas. La solvencia fiscal, la acumulación de reservas y el acceso al financiamiento respaldan la capacidad de pago, aunque la orientación de

Superávit fiscal y externo: centrales en la agenda de debate 2027

Resultado primario del Sector Público Nacional (% PIB)



Balanza comercial de bienes (% PIB)



** Estimaciones Santander AM*

Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, INDEC, J.P.Morgan y Santander AM

las políticas económicas podría seguir influyendo en las expectativas a lo largo del año. Anticipamos un riesgo país volátil, con oportunidades cuando el diferencial se aleje de los fundamentos. La consolidación fiscal y el avance de las reformas estructurales podrían favorecer una compresión relevante y la convergencia con emisores de calificación similar. Nuestra visión es neutral, con sesgo táctico positivo, favoreciendo los tramos largos por su convexidad y su paridad.

Mercado monetario y Deuda local

La curva en pesos seguirá reflejando prudencia, con preferencia por plazos cortos y primas más altas en los tramos largos. Vemos valor táctico en tasa real, con bonos ajustados por inflación que ofrecen rendimientos reales positivos y protección ante un eventual traspaso de la volatilidad cambiaria a precios. Mantenemos cautela frente a posiciones que descuentan una desinflación acelerada: el proceso no será lineal y el contexto internacional presiona la nominalidad al alza. La demanda de dinero y de crédito sigue recuperándose, aunque podría moderarse en tramos del año de mayor incertidumbre y favorecer una dolarización de carteras. Visión neutral en duración y positiva en *carry* real de corto y medio plazo, con un banco central que, esperamos, buscará utilizar sus herramientas para moderar las presiones cambiarias.

En moneda local preferimos tasa real de corto y medio plazo frente a apuestas agresivas a la desinflación, que aun en el escenario favorable no será lineal

Crédito local

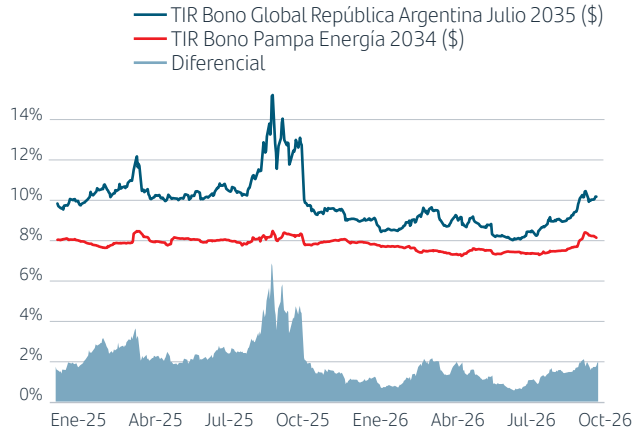
El crédito corporativo en dólares de emisores de máxima calidad es nuestro activo preferido para 2027. Las compañías con balances sólidos, generación de divisas y acceso a mercados internacionales ofrecen un *carry* atractivo con una volatilidad sensiblemente menor que la del soberano. En contextos más exigentes, esta deuda actúa como refugio: preserva valor en dólares, reduce la sensibilidad al riesgo país y mantiene la exposición al potencial de Argentina. El ciclo de inversión en energía y minería seguirá generando nuevas emisiones y ampliando el universo invertible.

El crédito corporativo en dólares de máxima calidad es nuestro activo favorito: *carry* atractivo y menor volatilidad relativa

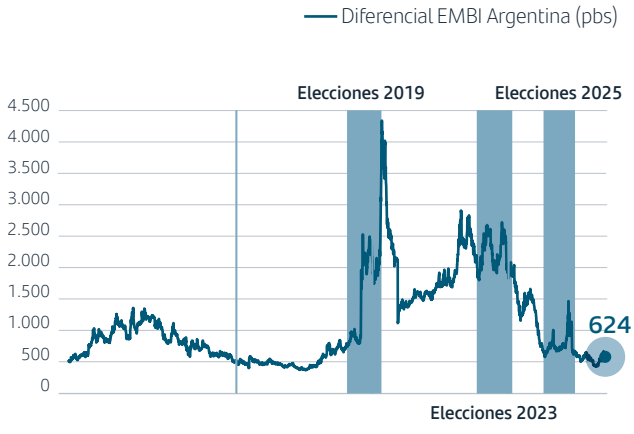
Divisa

El tipo de cambio suele funcionar como variable de ajuste en los períodos de mayor volatilidad. El esquema de bandas cambiarias, la acumulación de reservas y el superávit externo acotan la posibilidad de movimientos bruscos. Aun así, anticipamos una mayor demanda de cobertura a lo largo del año, por lo que no podemos descartar episodios de volatilidad. Con un tipo de cambio real apreciado en perspectiva histórica, no vemos margen para una apreciación adicional. Nuestra visión es cautelosa, con preferencia por cobertura parcial vía activos en dólares e instrumentos atados al tipo de cambio.

El crédito corporativo de calidad amortigua la volatilidad de las carteras



EMBI Argentina: en contextos de incertidumbre, el timing pesa tanto como el *carry*



Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, INDEC, J.P.Morgan y Santander AM

Japón

Reflación, beneficios y disciplina corporativa



Tomás García-Purriños, CFA, CAIA
Estratega Senior de Estrategia de Inversión SAM

Japón afronta 2027 desde una posición más sólida que en ciclos anteriores. La economía ha logrado consolidar una inflación cercana al objetivo del Banco de Japón(BoJ), un mercado laboral más dinámico y un crecimiento salarial que comienza a sostener el poder adquisitivo de los hogares. La normalización monetaria debe interpretarse como consecuencia de esta mejora, no como una amenaza para la expansión económica. A medida que salarios, consumo y la inversión ganan tracción, se refuerza el círculo virtuoso entre ingresos, demanda y beneficios. La combinación de inflación estable, crecimiento nominal y políticas orientadas a la inversión ofrece un entorno favorable para la actividad. La principal limitación sigue siendo el desafío demográfico, aunque se ve parcialmente compensado por mayores tasas de participación laboral, automatización y avances tecnológicos que ayudan a sostener el potencial de crecimiento económico.

Mercados

La tesis de inversión en Japón encaja plenamente con nuestro escenario global basado en crecimiento nominal resiliente, beneficios sólidos y mayor selectividad.

La combinación de inflación sostenible, beneficios empresariales resilientes y reformas estructurales, respaldan una visión positiva en los activos de riesgo japoneses durante 2027.

El crecimiento nominal previsto configura un entorno favorable para los beneficios empresariales mientras que el impulso del consumo, las subidas salariales y la mejora de la inversión doméstica compensan la debilidad externa. Al mismo tiempo, la normalización gradual del BoJ refuerza la credibilidad de su política sin generar disrupciones.

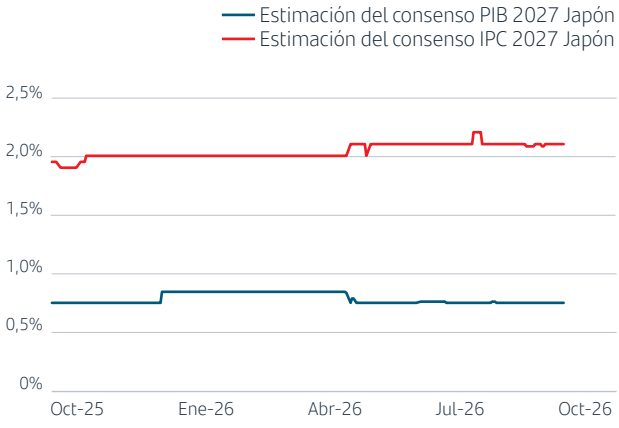
Estructuralmente, Japón se beneficia de una combinación interesante: reformas corporativas, balances empresariales sólidos y un mercado históricamente infra ponderado por inversores internacionales.

La eficiencia del mercado, la presión de los accionistas activistas y el incremento de recompras justifican la expansión de múltiplos, que aún tiene margen si se consolida la "reflación virtuosa" que Japón busca desde hace décadas.

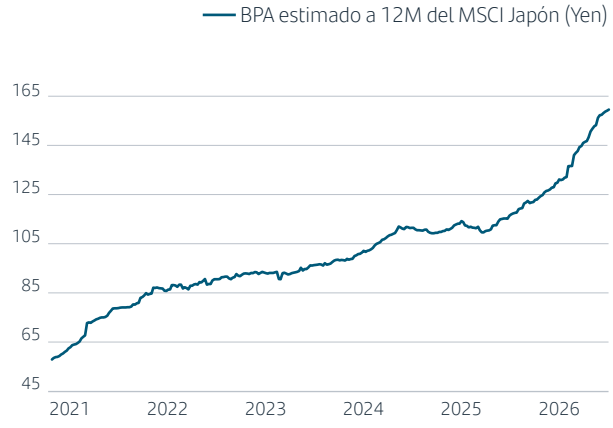
La salida de la deflación, la mejora salarial y el crecimiento de beneficios convierten a Japón en una de las expresiones más claras de resiliencia económica dentro de los mercados desarrollados

La normalización monetaria, las reformas corporativas y la exposición a la cadena de valor global de la inteligencia artificial son motores de rentabilidad para 2027

El consenso continúa apuntando a crecimiento nominal



El entorno de beneficios empresariales es muy positivo



Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, MSCI y Santander AM

Todo lo anterior podría verse reforzado por un mayor impulso fiscal bajo el nuevo gobierno. La orientación del gasto público hacia áreas de innovación, automatización y resiliencia energética no solo apoyaría el crecimiento a corto plazo, sino que, al mejorar la productividad, también contribuiría a mitigar los efectos adversos de la demografía.

La visión positiva en la renta variable no implica visión negativa sobre el yen (JPY). Aunque en el corto plazo podrían persistir divergencias entre divisa y renta variable, el contexto de inflación anclada y normalización gradual no es negativo para el yen. Con la reducción de diferenciales de tipos y el posible retorno de flujos hacia activos domésticos, la divisa nipona podría apreciarse moderadamente en 2027.

Mercados emergentes asiáticos

Constructivos, pero selectivos

Mantenemos una visión positiva sobre Asia emergente, aunque con un enfoque selectivo. La región continúa siendo una de las principales beneficiarias de los dos motores de crecimiento que sustentan nuestro escenario global: resiliencia de la actividad económica y, especialmente, el ciclo de inversión asociado a la IA.

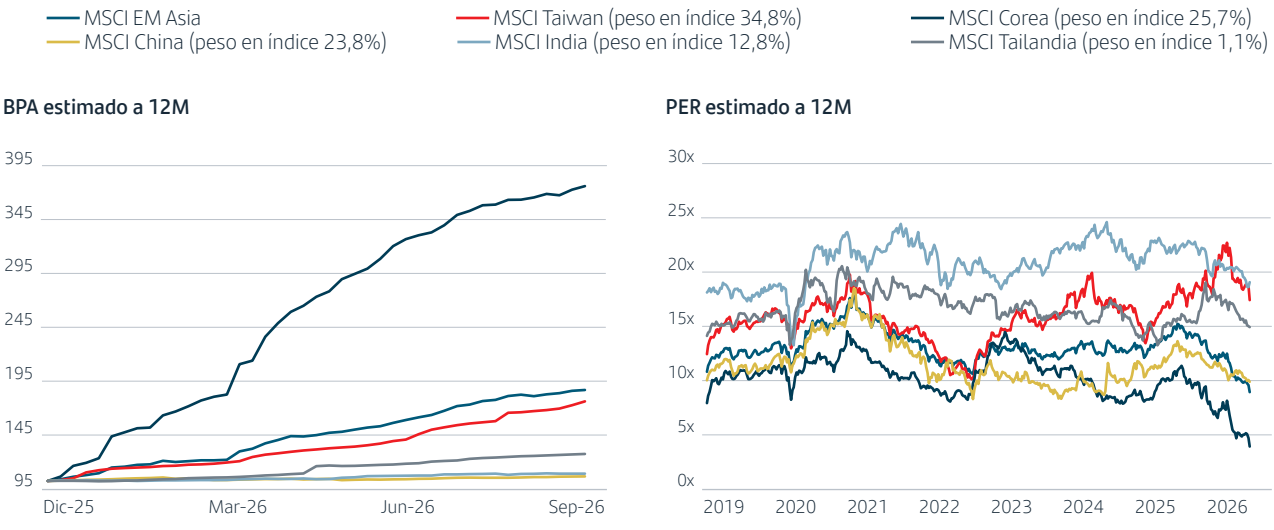
La característica más importante de la región sigue siendo el peso determinante del sector tecnológico. Asia emergente es cada vez más una historia de beneficios impulsados por tecnología, en un contexto de valoraciones razonables frente a mercados desarrollados.

Sin embargo, el entorno es complejo debido a la desaceleración estructural de China, la persistencia de tensiones geopolíticas y una mayor sensibilidad de los mercados a las expectativas sobre crecimiento y beneficios. Aunque las autoridades siguen aplicando medidas de apoyo y determinados segmentos continúan ofreciendo oportunidades, la debilidad del consumo, los problemas del sector inmobiliario y las presiones deflacionistas limitan la capacidad de China para actuar como motor del crecimiento regional.

En este contexto, seguimos favoreciendo las áreas más expuestas al crecimiento de beneficios y a la cadena de valor tecnológica global.

Asia emergente sigue ofreciendo una combinación atractiva de crecimiento de beneficios y valoraciones razonables, aunque la desaceleración estructural de China incrementa la importancia de la selección

La tendencia de beneficios es muy positiva y las valoraciones son atractivas



Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, MSCI y Santander AM

Materias primas

Protección frente a un mundo más incierto

Nuestra tesis positiva no descansa en una única materia prima, sino en la combinación de varios factores estructurales que, en conjunto, siguen configurando un entorno favorable para este activo. La combinación de restricciones de oferta, demanda estructural y capacidad de diversificación refuerza el papel de las materias primas como una clase de activo capaz de aportar tanto potencial de rentabilidad como resiliencia a las carteras. Además, su comportamiento diferencial frente a los activos financieros tradicionales cobra especial relevancia en escenarios de inflación persistente, potenciales sorpresas al alza en los precios y tensiones geopolíticas.

La tesis de inversión en oro sigue respaldada por la demanda de activos refugio, las compras de bancos centrales y la necesidad de proteger las carteras frente a riesgos geopolíticos y fiscales. La plata complementa esta exposición, combinando su carácter de metal precioso con una demanda industrial creciente vinculada a la electrificación y las nuevas tecnologías.

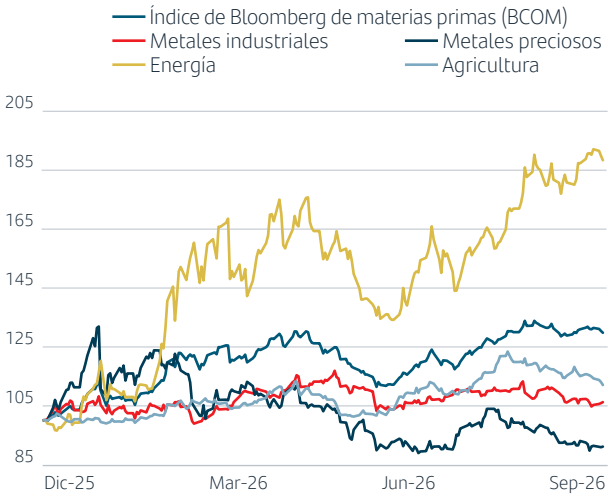
Los metales industriales, por su parte, siguen respaldados por tendencias de largo plazo asociadas a la electrificación, la expansión de las infraestructuras energéticas y el despliegue de capacidades vinculadas a la inteligencia artificial, todos ellos procesos intensivos en el consumo de materias primas. La necesidad de ampliar redes eléctricas, centros de datos y capacidad de generación energética debería sostener especialmente la demanda de metales como el cobre, en un contexto en el que desarrollar nueva oferta requiere importantes inversiones y largos periodos de maduración.

En energía, aunque la oferta global se mantiene elevada y limita parte del potencial alcista, la exposición a interrupciones geopolíticas hace que los precios continúen siendo sensibles a posibles shocks. En un entorno internacional más fragmentado, la prima de riesgo geopolítica podría permanecer elevada. En Europa, el gas sigue siendo especialmente sensible a disrupciones de suministro en un contexto de bajos niveles de inventarios, manteniéndose el riesgo de repuntes de precios.

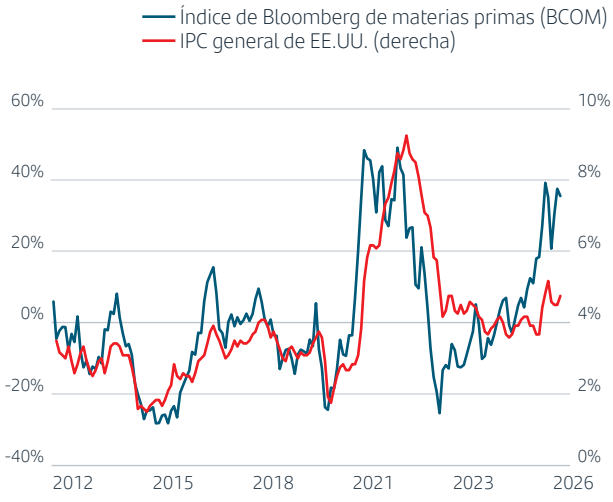
La agricultura aporta una fuente adicional de diversificación, en un contexto marcado por una mayor incidencia de fenómenos climáticos extremos y posibles disrupciones en las cadenas de suministro.

Las materias primas continúan desempeñando un papel relevante como cobertura frente a inflación, riesgos geopolíticos y deterioro fiscal, aportando diversificación en un entorno de elevada incertidumbre macroeconómica

Las materias primas actuaron como protección en 2026



Las materias primas son una cobertura frente a la inflación



Fuente de todos los gráficos: Bloomberg, MSCI y Santander AM

04

Mercados privados



Activos alternativos: capital privado para una economía en transformación



Borja Díaz-Llanos
Director global de inversiones de Santander Alternative Investments

El capital privado desempeña un papel cada vez más importante a la hora de atender las necesidades de financiación de la economía real, desde la vivienda y el capital circulante hasta las infraestructuras y la innovación tecnológica. Vemos oportunidades allí donde la demanda estructural coincide con una oferta limitada de capital. Para obtener rentabilidades atractivas a largo plazo, son fundamentales la especialización, un análisis riguroso de las operaciones y una selección minuciosa de las inversiones.

1. Un mercado todavía incipiente

El mercado residencial español sigue beneficiándose de uno de los desequilibrios estructurales entre oferta y demanda más acusados de Europa. El sólido crecimiento de la población, el aumento de la formación de hogares y la escasez crónica de vivienda nueva configuran un contexto favorable a largo plazo.

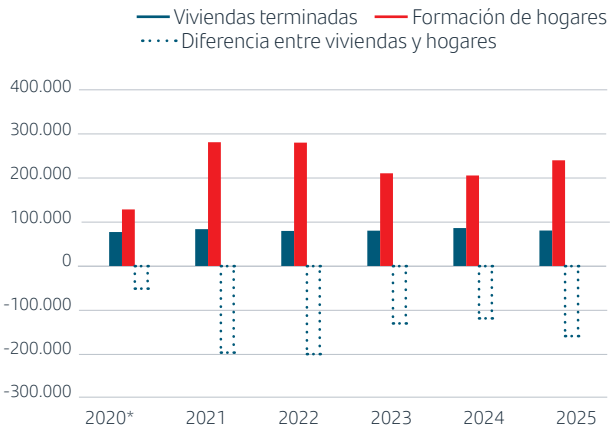
Desde 2020, la formación de hogares ha superado ampliamente la finalización de viviendas. El crecimiento demográfico, impulsado principalmente por la inmigración, sigue siendo un factor clave de la demanda. Las previsiones actuales apuntan a que podrían formarse más de 1,3 millones de hogares adicionales en los próximos cinco años, lo que reforzaría la demanda tanto de vivienda en propiedad como en alquiler.

Por el lado de la oferta, parece improbable que se produzca una aceleración significativa de la construcción de viviendas. La limitada disponibilidad de suelo urbanizado, la duración de los procesos de planificación y concesión de licencias, y las restricciones del sector de la construcción siguen limitando las nuevas promociones. Según las estimaciones, sería necesario construir más de 250.000 viviendas al año para restablecer el equilibrio del mercado; sin embargo, la producción actual se sitúa en torno al 40 % de ese nivel. En consecuencia, se prevé que el déficit estructural de vivienda persista en el futuro previsible próximo.

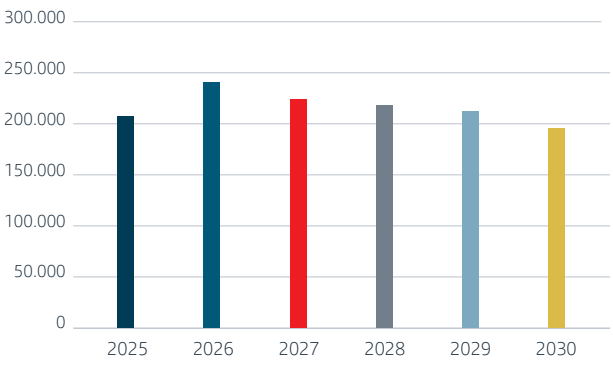
Los fundamentales del mercado siguen siendo sólidos: los precios de la vivienda continúan aumentando en la mayoría de los principales mercados, al igual que los alquileres, lo que refuerza el carácter defensivo del sector.

Las restricciones crónicas de la oferta y las tendencias demográficas favorables siguen respaldando la tesis de inversión a medio plazo en el sector residencial español

Déficit acumulado de vivienda (2020-2025)



Tasa estimada de crecimiento de los hogares: variación interanual y proyecciones de hogares (2025-2030)



**2020 no es directamente comparable con los años posteriores debido a un cambio metodológico introducido por el INE.*

Fuentes de los gráficos: Bloomberg, MSCI y Santander AM.

De cara al futuro, esperamos que estos fundamentales sigan impulsando el crecimiento. Aunque los cambios de gobierno podrían influir en la política y las prioridades en materia de vivienda, la magnitud del déficit habitacional de España indica que los fundamentales del mercado seguirán determinados principalmente por el crecimiento demográfico y la oferta restringida, más que por los ciclos políticos de corto plazo. Si bien la asequibilidad, los costes de construcción y la evolución regulatoria requieren un seguimiento estrecho, la tesis de inversión responde sobre todo a factores estructurales, y no cíclicos. Estos factores proporcionan una base duradera para el crecimiento de los alquileres a largo plazo, así como para la revalorización del capital y unas rentabilidades atractivas ajustadas al riesgo.

2. Crédito a corto plazo: impulsando la economía mundial

El crecimiento sostenido del comercio mundial ofrece un contexto favorable para el crédito a corto plazo. A medida que las empresas entregan bienes, gestionan inventarios y pagan a sus proveedores, las soluciones de financiación del comercio y del capital circulante cubren el intervalo entre la actividad comercial y el cobro, liberando liquidez para respaldar el siguiente ciclo de negocio.

Para los inversores, su atractivo reside en financiar una actividad económica identificable mediante activos de vencimiento corto. Los reembolsos están vinculados al cobro de los derechos de crédito subyacentes, lo que genera un ciclo regular de inversión y devolución del capital. Esta combinación ofrece potencial de ingresos recurrentes y flexibilidad para ajustar la exposición de la cartera conforme evolucionan las oportunidades.

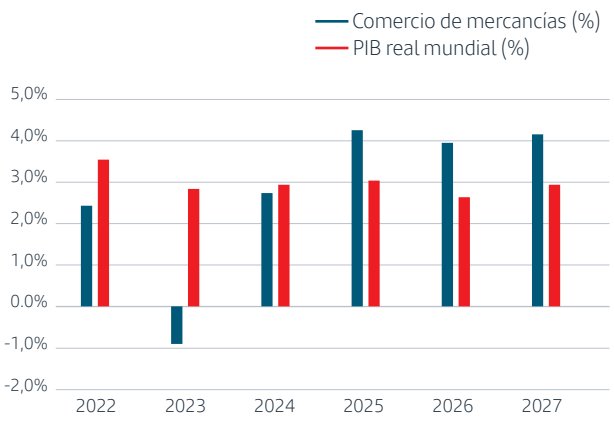
Las perspectivas de los tipos de interés ponen de relieve estas características. Ante las expectativas de una moderación gradual hasta 2027, la propuesta de inversión va más allá del tipo de referencia. Los spreads de crédito, la selección rigurosa de activos y la reinversión periódica a las condiciones vigentes son elementos centrales del atractivo del crédito a corto plazo.

Nuestras soluciones abarcan la financiación del comercio de empresas, la financiación a proveedores y las carteras diversificadas de capital circulante. Conectan las necesidades de liquidez de las empresas con inversores que buscan ingresos procedentes de operaciones comerciales. La selección cuidadosa de contrapartes y originadores, las estructuras de financiación adaptadas y el seguimiento activo de los cobros sustentan este enfoque.

De cara al futuro, vemos oportunidades en combinar las necesidades recurrentes de financiación de la economía real con la flexibilidad de los activos a corto plazo. El objetivo es destinar el capital a usos productivos: respaldar los flujos comerciales, financiar derechos de cobro y construir carteras diversificadas con un vínculo claro entre los activos financiados y su reembolso.

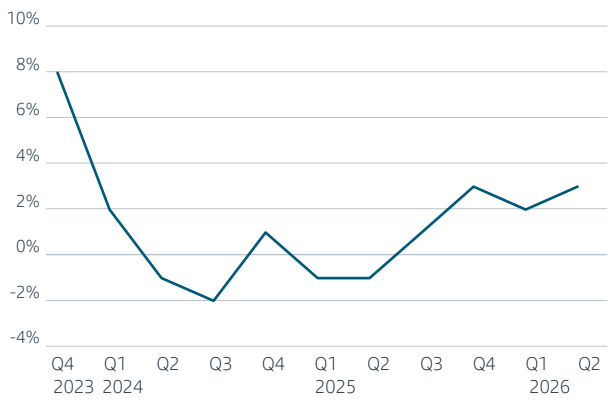
La financiación del comercio y del capital circulante conecta a los inversores con las necesidades cotidianas de financiación de la economía real, combinando activos a corto plazo con una selección rigurosa del crédito y una gestión activa del riesgo

Comercio mundial y crecimiento económico



Fuente: OMC, Global Trade Outlook and Statistics, octubre de 2026

Expectativas para el euríbor a tres meses | Perspectivas para 2027



Fuente: Encuesta de Analistas Monetarios (SMA) del BCE, septiembre de 2026.

3. ABCL: una oportunidad para financiar la economía real europea

Europa está entrando en un nuevo ciclo de inversión definido menos por una única tendencia tecnológica que por la necesidad de reforzar su resiliencia económica y estratégica. El crecimiento sigue siendo moderado y está expuesto a riesgos geopolíticos y energéticos, pero las necesidades de inversión son considerables. La Comisión Europea prevé un crecimiento del PIB de la UE del 1,1 % en 2026, mientras que el aumento del gasto en energía y defensa añade presión a las finanzas públicas.

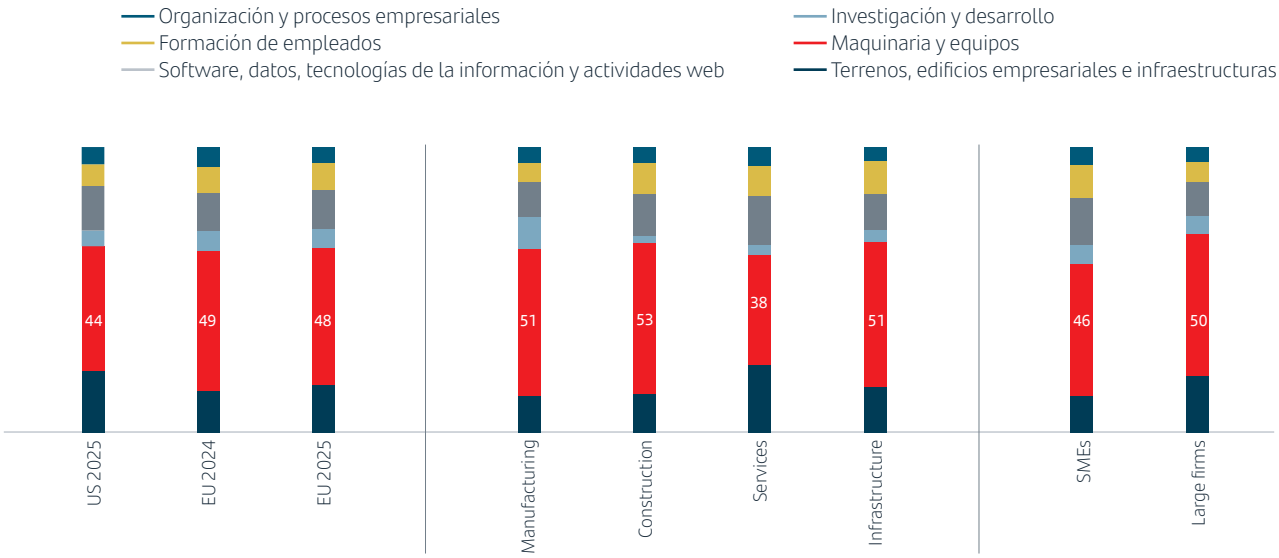
Al mismo tiempo, surgen importantes factores favorables en sectores como la defensa, la energía, la relocalización industrial y la resiliencia de las cadenas de suministro. Junto con la infraestructura digital, las comunicaciones y la ciberseguridad, estas tendencias conforman un tema más amplio de «necesidades esenciales europeas»: inversiones cada vez más orientadas a hacer de Europa una región más autónoma y resiliente. Por tanto, la oportunidad va más allá de la tecnología y se extiende a buena parte de la economía industrial europea.

El ciclo de inversión estratégica de Europa requiere capital privado y genera oportunidades para financiar los activos tangibles que sustentan la defensa, la seguridad energética, la resiliencia industrial y las infraestructuras esenciales

La financiación de esta transformación no puede depender únicamente de los presupuestos públicos. Las empresas necesitan un volumen considerable de capital para modernizar equipos, mejorar la eficiencia energética, automatizar la producción y reforzar las cadenas de suministro. Por ello, consideran cada vez más soluciones financieras alternativas, como la financiación basada en activos y las estructuras de financiación a medida, que pueden liberar capital y respaldar inversiones a largo plazo sin necesidad de vender activos. Entretanto, la optimización de los balances bancarios está favoreciendo la expansión del crédito privado más allá de los préstamos directos tradicionales y reforzando la oportunidad para los prestamistas alternativos especializados.

En este contexto, el crédito corporativo respaldado por activos puede ofrecer una fuente atractiva de rentabilidad del crédito privado ajustada al riesgo. La financiación se estructura en torno a activos identificables, esenciales para el prestatario y con un valor económico medible, lo que añade protección a nivel de activo al análisis crediticio corporativo tradicional. Las operaciones pueden adaptarse a los flujos de caja y la vida útil de los activos, mientras que las garantías sobre activos tangibles pueden mejorar las perspectivas de recuperación en escenarios adversos.

Inversión de las empresas de la UE por tipo de activo (% de la inversión total)



Fuente: Encuesta de Inversiones del BEI 2025

4.Deuda high yield en infraestructuras: signo de los tiempos

Los inversores institucionales siguen valorando las características defensivas de las infraestructuras. Sin embargo, la IA, la digitalización y la incertidumbre geopolítica están incrementando el riesgo. Los máximos recientes de los mercados de renta variable pueden ocultar una economía a dos velocidades, mientras que las inquietudes del mercado de crédito sobre la sostenibilidad a largo plazo de la financiación de centros de datos reflejan dudas crecientes sobre las valoraciones. Aunque las infraestructuras pueden ofrecer vinculación a la inflación, los tipos de interés más altos también presionan las valoraciones, lo que exige que las inversiones generen un alfa significativo simplemente para compensar ese efecto y recuperar el capital.

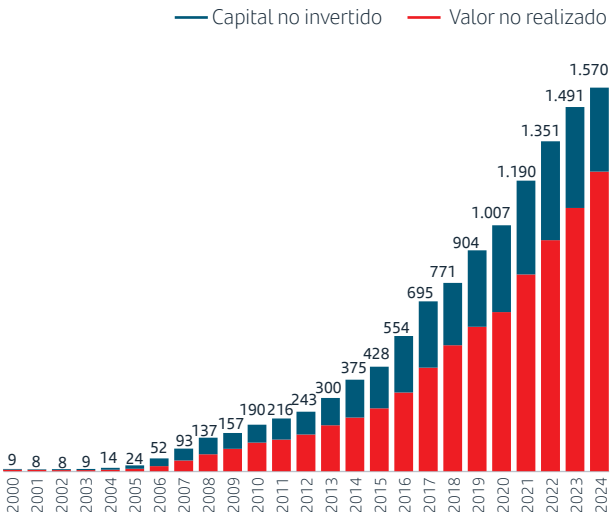
Por ello, los inversores están reevaluando los puntos de entrada en infraestructuras. La deuda de alto rendimiento ofrece cupones y reembolsos contractuales, junto con rentabilidades totales potencialmente similares a las de la renta variable. En un entorno de incertidumbre política y tecnológica, esto puede ayudar a mitigar el riesgo, proporcionar ingresos a la cartera y generar alfa frente a las alternativas líquidas.

Los inversores están reevaluando los puntos de entrada en infraestructuras ante la incertidumbre política y tecnológica

El periodo 2024-2026 también se ha caracterizado por un volumen significativo de capital comprometido y aún no invertido en renta variable de infraestructuras, mientras que los volúmenes de captación y las valoraciones alcanzables de los activos siguen sometidos a presión. Como en otros mercados privados, esto ha contribuido al crecimiento de las estrategias de secundarios y de continuación. La rotación continuada de los mismos activos entre fondos de infraestructuras entraña el riesgo de aumentar la presión sobre las valoraciones. No obstante, los gestores activos que buscan prolongar la tenencia de los activos mientras ejecutan programas de inversión que aporten valor pueden recurrir cada vez más a los mercados de alto rendimiento para financiar estos planes de negocio y evitar ventas forzadas ligadas al vencimiento de los fondos.

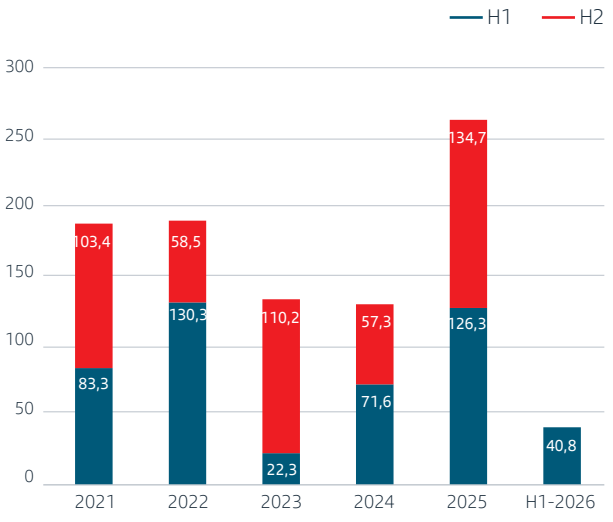
Como en cualquier estrategia privada, un análisis exhaustivo es fundamental. Los inversores deben evaluar pruebas observables de la capacidad del gestor, ya sea a través del historial de creación de valor de una estrategia de renta variable o mediante un análisis crediticio profundo y procesos disciplinados concebidos para proteger el capital e identificar oportunidades atractivas ajustadas al riesgo.

Activos bajo gestión y capital comprometido no invertido en infraestructuras a escala mundial (miles de millones de USD)



Fuente: Preqin, a marzo de 2026

Capital captado para infraestructuras privadas (miles de millones de USD)



Fuente: Infrastructure Investor (PEI), Fundraising Report, primer semestre de 2026.

5. Venture Capital en tecnologías climáticas avanzadas: un importante punto de inflexión

Europa aporta aproximadamente una quinta parte de las publicaciones científicas y patentes tecnológicas mundiales, solo por detrás de China. Sin embargo, sigue afrontando un importante déficit de financiación para comercializar y desarrollar a escala estos avances, ya que la inversión en capital riesgo como porcentaje del PIB continúa siendo una fracción de la registrada en Estados Unidos. El informe Draghi de 2024 puso de relieve este desajuste entre la oferta y la demanda de capital, así como la necesidad de digitalizar la industria, modernizar los sistemas energéticos y transformar los sectores tradicionales para aprovechar los beneficios económicos asociados.

El liderazgo europeo en innovación contrasta con un déficit persistente de financiación para comercializar y desarrollar a escala las tecnologías avanzadas

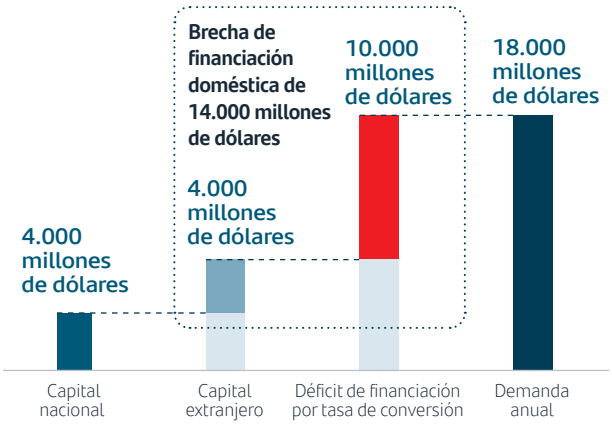
Esta oportunidad ha impulsado un crecimiento significativo de los fondos especializados en tecnologías climáticas y tecnologías avanzadas. No obstante, el mercado sigue fragmentado y concentrado en fases más tempranas, lo que abre una oportunidad para el capital especializado en rondas de las series A y B.

El sector está cambiando rápidamente. El espacio se está convirtiendo en un ámbito clave de competencia económica en defensa, comunicaciones y cartografía climática, al tiempo que reduce la dependencia europea de países como Estados Unidos. Las tecnologías de órbita terrestre baja y geoestacionaria presentan perfiles de riesgo y rentabilidad distintos y posibles fuentes de alfa en las series A y B.

Mientras tanto, las industrias tradicionales están adoptando la robótica impulsada por IA en aplicaciones que van desde el envasado y el ensamblaje hasta la construcción de viviendas. Europa también debe rediseñar sus infraestructuras de generación y distribución de energía para reducir su dependencia de Rusia y del gas natural licuado importado, lo que crea oportunidades para soluciones de tecnologías avanzadas respaldadas por capital riesgo que hagan las redes más inteligentes, resilientes y estables.

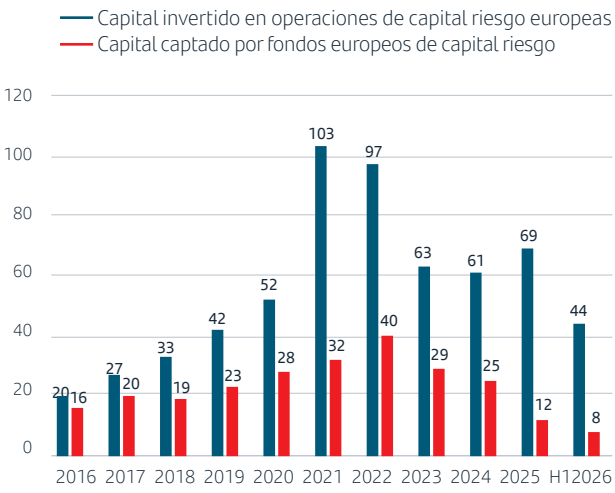
Los fondos de capital riesgo especializados en tecnologías climáticas avanzadas pueden facilitar la comercialización de las tecnologías que sustentan estos cambios estructurales, pero la selectividad es esencial para generar un alfa resiliente. Incluso los temas que suscitan gran entusiasmo pueden ofrecer puntos de entrada diferenciados: la tecnología cuántica, por ejemplo, puede brindar oportunidades atractivas en segmentos anteriores o posteriores de la cadena de valor respecto de aquellos en los que se concentra actualmente la mayor parte del capital.

Brecha de financiación del Deep Tech europeo (excluyendo IA[1])



Fuente: análisis de SAI basado en The European Deep Tech Report 2026, Lakestar, Walden Catalyst Ventures y Dealroom.co, marzo de 2026. Las estimaciones del déficit aplican los supuestos de financiación y conversión entre etapas del informe a las tecnologías avanzadas europeas, excluida la intersección entre IA y tecnologías avanzadas.

Desajuste entre inversión y captación de fondos de capital riesgo europeos[2]



Fuente: PitchBook, Q2 2026 European Venture Report.

[1] *Análisis de SAI basado en The European Deep Tech Report 2026, Lakestar, Walden Catalyst Ventures y Dealroom.co, marzo de 2026. Las estimaciones de la brecha de financiación aplican los supuestos del informe sobre financiación y conversión entre etapas al Deep Tech europeo, excluyendo IA x Deep Tech. Rondas superiores a 15 M$.*
[2] *PitchBook Q2 2026 European Venture Report.*

6.High-yield Performing Real Estate Credit

El crédito inmobiliario privado europeo ofrece a los inversores unos ingresos atractivos y predecibles, junto con protección frente al riesgo de pérdida, ya que los préstamos están respaldados por activos subyacentes y el capital del propietario absorbe las pérdidas antes que el prestamista. Los volúmenes de transacciones inmobiliarias y de captación de capital en Europa se mantienen en mínimos históricos tras el reajuste de precios provocado por la subida de los tipos de interés. La corrección de las valoraciones y el aumento de las necesidades de liquidez de los propietarios inmobiliarios, en un periodo en el que el capital bancario sigue siendo limitado, ofrecen un punto de entrada más atractivo para las nuevas operaciones de crédito privado y un mayor potencial de colchón de capital por debajo de la deuda de nueva originación.

Las necesidades de refinanciación siguen siendo elevadas: **los mayores costes de financiación y las valoraciones más bajas están incrementando las necesidades de refinanciación** en un momento en el que la financiación bancaria tradicional sigue limitada a ratios préstamo-valor (LTV) más bajos, lo que crea un entorno atractivo para los prestamistas alternativos bien capitalizados.

- **Crecimiento estructural del crédito privado:** Europa continental sigue mostrando una presencia muy reducida de prestamistas no bancarios, que representan solo el 16 % de la financiación, frente a aproximadamente el 59 % en el Reino Unido y el 60 % en Estados Unidos. Esto deja un amplio margen para que el crédito inmobiliario privado continúe expandiéndose. Esperamos que los prestamistas no bancarios aumenten su cuota de mercado, de forma similar a lo ocurrido en el Reino Unido desde 2013, donde el crédito privado representa actualmente una proporción significativa de la financiación inmobiliaria nacional.

- **La oferta de capital sigue siendo limitada:** la captación de capital para el sector inmobiliario europeo se sitúa en niveles históricamente bajos en comparación con los últimos años. Esta escasez de capital, combinada con la demanda de refinanciación, favorece las oportunidades de financiación para cubrir déficits y permite a los prestamistas ser selectivos, con una fijación de precios de los préstamos atractiva en términos ajustados al riesgo.

- **Los fundamentales sectoriales están cada vez más diferenciados:** las tendencias estructurales, entre ellas la oferta limitada de vivienda, el alojamiento para estudiantes, el ocio y el bienestar, la distribución y la logística, las infraestructuras tecnológicas y determinados sectores que han sufrido correcciones excesivas, siguen generando oportunidades en las que la demanda de financiación está respaldada por la demanda estructural a largo plazo de los activos inmobiliarios.

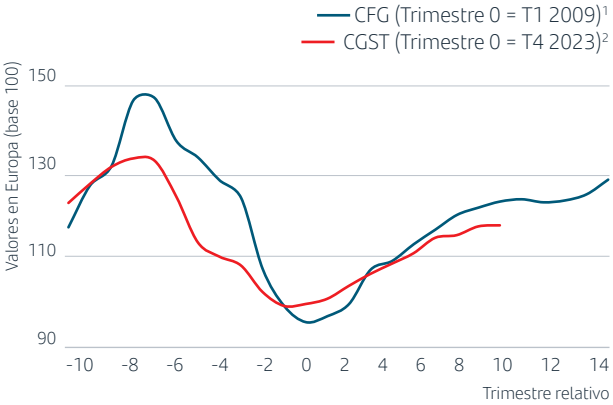
Perspectiva general: creemos que la combinación de valoraciones reajustadas, financiación tradicional limitada, importantes necesidades de refinanciación y escasa formación de nuevo capital configura una añada especialmente atractiva para el crédito inmobiliario europeo performing.

El desequilibrio de capital crea una oportunidad generacional

Los ajustes de valoración y la baja formación de capital recuerdan al ciclo post-Crisis Financiera Global, generando oportunidades atractivas

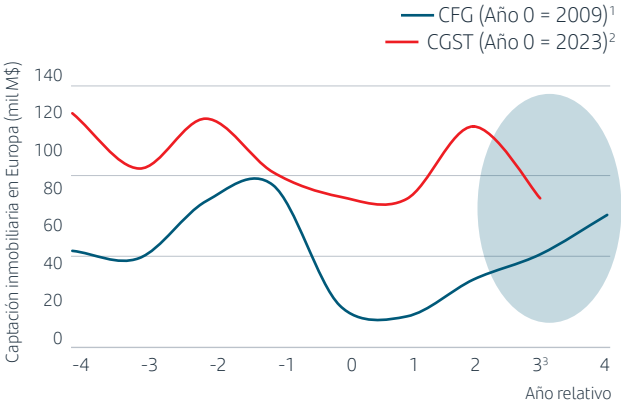
Punto de entrada atractivo

Las valoraciones inmobiliarias europeas replican la recuperación post-CFG, ofreciendo un punto de entrada atractivo antes de una recuperación más amplia



Mayor brecha de liquidez

La captación inmobiliaria europea se ha desligado de la trayectoria post-CFG, con 2026 en mínimos de nueve años.



[1] CFG = Crisis Financiera Global; [2] CGST = Ciclo Global de Subidas de Tipos (entorno de tipos estructuralmente más altos); [3] Datos de captación de 2026 anualizados a partir de junio de 2026
Nota: Las comparaciones históricas de mercado tienen fines exclusivamente ilustrativos. No se garantiza que las condiciones actuales evolucionen de forma similar ni que surjan oportunidades o resultados de inversión comparables

Fuentes: CBRE, PERE

Glosario

Banxico: Banco de México.

BCE: Banco Central Europeo. Órgano responsable de la política monetaria de los países del área euro.

BPA: beneficio por acción. Cifra que se obtiene al dividir, en un determinado ejercicio, el beneficio neto entre el número total de acciones en circulación.

Breakeven: nivel de inflación que iguala la TIR de un bono nominal y la TIR de su equivalente bono real.

BoJ: Banco de Japón.

Carry: rendimiento esperado de una inversión asumiendo que su precio no cambia.

CLP: peso chileno.

DAX: principal índice bursátil en Alemania. Está compuesto por 40 de las mayores empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Frankfurt.

DXY: valor del dólar de EEUU en relación con una cesta de monedas en la que se incluyen las principales divisas.

EG01: es un índice de renta fija que mide la evolución de la deuda pública emitida por gobiernos de la zona euro con un vencimiento residual de entre 1 y 3 años.

EMBI: índice de mercado elaborado por JP Morgan que sirve de referencia para estimar la evolución del mercado de deuda emergente.

EMD: deuda de mercados emergentes.

ERL0: índice de renta fija compuesto por las principales emisiones de bonos de corporaciones internacionales con alta capitalización denominados en euros con una calidad crediticia de investment grade.

EUR: euro.

FED: Reserva Federal de EE.UU. Es la institución responsable de la supervisión del sistema bancario de EE. UU. y de definir y aplicar la política monetaria del país

FTSE 100: índice bursátil británico que incluye las 100 empresas más capitalizadas que cotizan en la Bolsa de Valores de Londres.

High Yield: bonos de alto rendimiento, son títulos de renta fija emitidos por una empresa o estado que tienen baja calificación crediticia, generalmente están calificados por debajo del denominado grado de inversión.

IA: inteligencia artificial.

Investment grade: bonos emitidos por empresas que, según las agencias de calificación externas, tienen menos probabilidades que otras de incurrir en impago de sus deudas.

IPC: índice de precios al consumo.

IPC subyacente: índice de precio al consumo, excluidos alimentos y energía.

IPSA: Índice de Precios Selectivo de Acciones. Es el principal índice bursátil de la Bolsa de Comercio de Santiago en Chile.

MXN: peso mexicano.

Output gap:también conocido como brecha de producción. Es la diferencia entre el Producto Interior Bruto (PIB) real de una economía y su PIB potencial.

PCE: Índice de Precios del Gasto en Consumo Personal. Es un indicador económico que mide el cambio promedio en los precios de los bienes y servicios que compran los consumidores en Estados Unidos.

PER: mide la relación entre el precio de una acción en el mercado y los beneficios que ofrece la empresa. Sirve para medir si una acción está cara o barata en ese momento y nos dará información sobre los años que tardaríamos en recuperar el dinero invertido en la compañía a través de sus beneficios siempre que éstos se mantuviesen estables.

ROI: retorno de la inversión.

Spread: diferencial entre los tipos de interés de dos bonos y, si no se especifica de otra forma, es la diferencia entre el tipo de interés del bono mencionado y el tipo de interés del bono del gobierno del mismo plazo.

Términos reales: expresión de una variable a la que se le elimina el efecto de la inflación.

TIR: mide la rentabilidad de un bono. Es la diferencia entre el valor que devolverá el bono al vencimiento y su precio de compra expresado en porcentaje.

TMEC: Tratado entre México, EEUU y Canadá. Es el acuerdo que surgió para sustituir el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, más conocido por sus siglas NAFTA o TLCAN, cuyo objetivo era facilitar el comercio exterior entre México, EE.UU. y Canadá.

Total Portfolio Approach (TPA): es una filosofía y marco de gestión de inversiones en el que un fondo o inversor institucional gestiona todo su patrimonio como una cartera única e integrada, en lugar de dividirlo en compartimentos estancos o silos por clases de activos tradicionales.

UF: bonos indexados a la inflación.

USD: dólar de EEUU.

Utilidades: beneficios empresariales.

Mercados privados

Brownfield: término que se utiliza en Infraestructuras para identificar las estrategias en fase madura, de proyectos o activos que tienen un grado alto de ocupación, y que están generando ingresos recurrentes.

BuyOuts (LBOs): inversiones a través del equity de compañías privadas, a través de operaciones que se estructuran generalmente con deuda, con el objetivo de aplicar planes de transformación para maximizar el valor del negocio, e impulsar el Ebitda. A su vez, implementan u a estrategia de salida que les pueda permitir una mejora del múltiplo de entrada.

Core: inversiones en activos maduros, que generan flujos de caja estables y predecibles, soportados por contratos a largo plazo.

Core+: inversiones en activos maduros, que requieren de algún tipo de transformación con el objetivo de mejorar los activos para poder eficientarlos. Por lo general requieren de CapEx.

Greenfield: término que se utiliza en Infraestructuras para identificar las estrategias de desarrollo, de proyectos o activos en fase inicial, que requieren de construcción e inversión.

Growth: inversiones en empresas privadas establecidas que se encuentran en fase plena de crecimiento, con planes de expansión de negocio y necesidad de CapEx para acometer los planes de expansión

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.

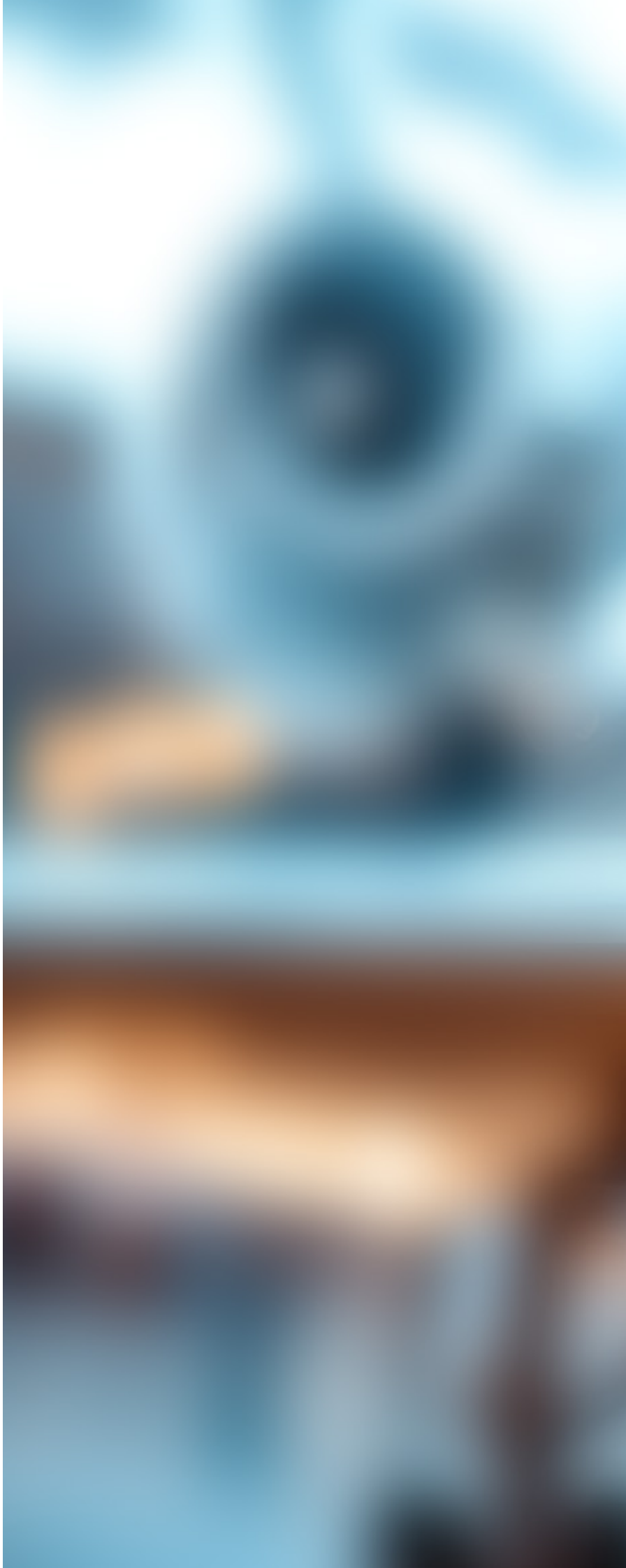
SAM no garantiza los pronósticos u opiniones expresados en este informe sobre los mercados o los Activos Financieros, incluyendo en relación con su rendimiento actual y futuro. Cualquier referencia a rentabilidades pasadas o presentes no deberá interpretarse como una indicación de los resultados futuros 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.



Santander
Asset Management