

Análisis de Mercados

Enero 2026

Ricardo Gil

Deputy CIO



Positivos para los activos de riesgo en los próximos meses, vemos un entorno de sólido crecimiento global, apoyado en políticas fiscales expansivas y condiciones financieras favorables (crecimiento de crédito y diferenciales bajos). Este entorno favorece el incremento de beneficios, para los próximos trimestres, principal variable para justificar la apreciación de la renta variable.

Los efectos de bajadas de tipos en los últimos trimestres irán desapareciendo a lo largo del año con los gobiernos centrando sus esfuerzos en mejorar la renta disponible, especialmente en EE.UU, al ser año electoral y la "asequibilidad" se ha convertido en el principal caballo de batalla. Una menor incertidumbre respecto a los aranceles desde EE.UU., mejoras en la inversión empresarial (no sólo centrada en inteligencia artificial), apoyos fiscales de gobiernos y la esperada mejora en la productividad contrarrestarán las políticas monetarias menos laxas.

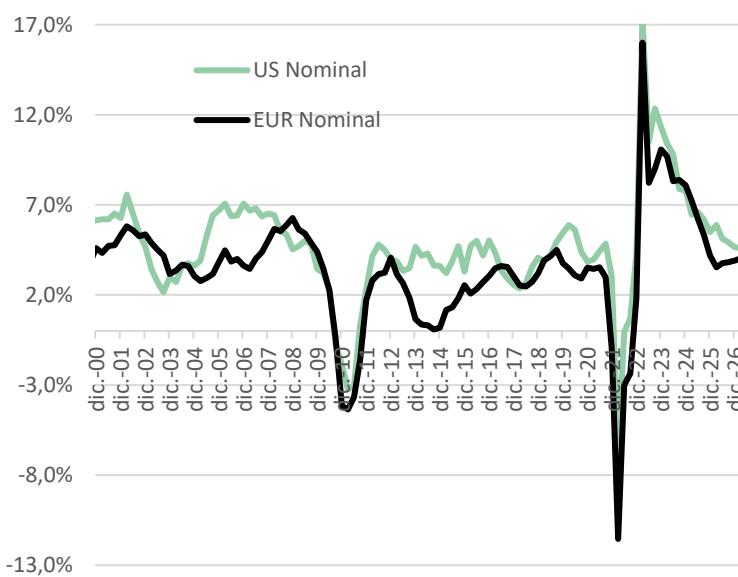
Valoraciones elevadas implican episodios de volatilidad. Los riesgos están en repuntes de inflación, dudas respecto a las inversiones en inteligencia artificial (los incrementos de productividad o los retornos no son tan elevados o los consumidores ahorrando las mejoras de poder adquisitivo).

Los **crecimientos de beneficios van a ser el principal impulsor de los activos de riesgo** durante los próximos trimestres, primer semestre mejor que la segunda mitad en EE.UU. y China con la mejora en la Eurozona en la segunda mitad de año.

Las elevadas valoraciones y un principio del final en las bajadas de tipos, sólo se esperan bajadas en EE.UU., Reino Unido y algunos países de Latinoamérica, hacen difícil esperar una expansión de múltiplos.



Crecimiento nominal economías

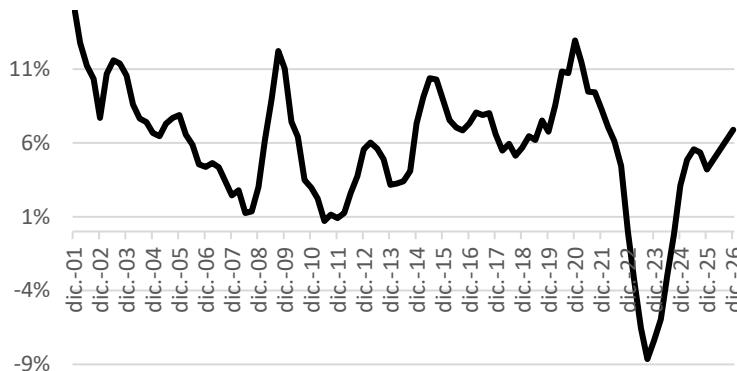


Fuente Bloomberg. Elaboración Propia hasta diciembre 2026

El crecimiento global es más probable que sorprenda al alza que a la baja. Las expectativas de crecimiento en la inversión y el consumo parecen bajas para los estímulos que se van a ir sucediendo durante el año.

En EE.UU. en la primera mitad las exenciones fiscales y medidas para mejorar la renta disponible de los hogares (año electoral), en China y Japón aumento de los paquetes fiscales frente a lo que se sabía en Noviembre y en la UE el plan de aumento de gasto en Alemania.

Liquidez Eurozona (Variación anual depósitos y activos en fondos monetarios)



Fuente Bloomberg. ECB. Elaboración propia hasta diciembre 2026

El incremento del crédito y deuda pública supone un aumento en la cantidad de dinero en la economía.

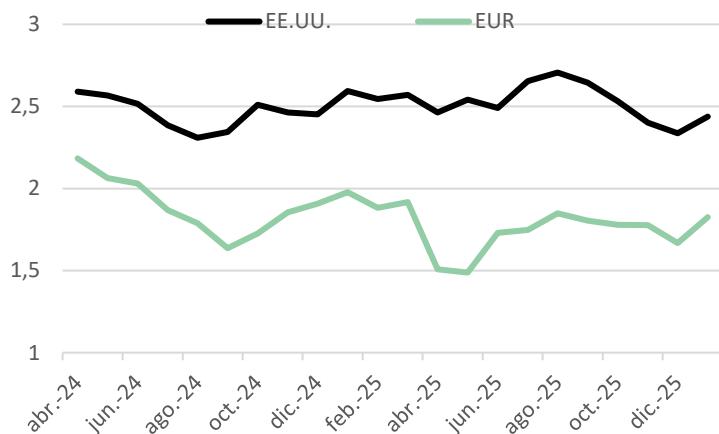
Con las estimaciones de déficit y algunos bancos centrales dejando de reducir balance, esperamos que los niveles de liquidez sigan creciendo sin necesidad de más estímulos monetarios.

Esperamos **buenos datos de inflación durante la primera mitad de año**. Las medidas puntuales de algunos gobiernos (bajada impuestos en alimentos, coste de electricidad, petróleo etc...) se verán reflejadas durante los primeros meses del año, esto podría llevar la inflación en la zona Euro puntualmente por debajo del 2%. La evolución en los precios de energía, principal causa de la bajada de inflación el año pasado, de los servicios, se mantienen en tasas por encima del 3%, y los alimentos determinarán hasta dónde pueden bajar conforme avance el año. Esta buena evolución en los precios no creemos que sea suficiente para nuevas bajadas de tipos por parte del ECB teniendo en cuenta que gran parte del estímulo fiscal en Alemania y las bajadas de impuestos en Italia se empezarán a notar en la segunda mitad, **sólo un cambio a la baja en la tendencia de creación de empleo renovaría el proceso de bajadas de tipos**.

En **EE.UU. con inflaciones en la zona del 2,5%/3%** los tipos reales siguen siendo elevados (los más altos están en Latam) con lo que hay **margin para tener los tipos en la zona del 3%**. Las medidas anunciadas desde finales del año pasado van orientadas a aumentar la renta disponible de los hogares clave de cara a las elecciones de noviembre. Estos estímulos se van a reflejar en fuerte aumento del consumo durante la primera mitad de año. El riesgo que todo este impulso fiscal provoque un repunte en la inflación es por lo que el mercado ha empezado a descontar sólo una bajada de tipos para este año.

La **evolución de los precios de energía, las divisas asiáticas (riesgo de apreciación del Remimbi chino) y las mejoras en productividad esperada por la IA** son otras fuentes de riesgo para la inflación en el año.

Swaps inflación a dos años EE.UU. y Eurozona



Fuente Bloomberg. Elaboración propia. Hasta enero 2026

Las expectativas de inflación se mantienen estables. Durante los primeros meses de 2026 las medidas puntuales en algunos países de la UE (bajada impuestos a la red eléctrica, alimentos, gasolina) llevarán a inflaciones por debajo del 2%.

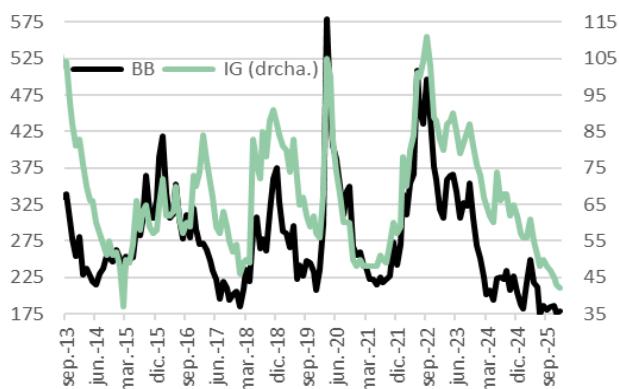
Los riesgos están en la segunda mitad de año, por la comparativa precios de energía y unos precios de servicios todavía por encima del 3%. Hasta que este escenario no se aclare sólo bajadas de tipos en EE.UU., Brasil, Reino Unido.

Los **estímulos fiscales** de este año unidos a **políticas monetarias que no son restrictivas** sustentan nuestro escenario de crecimiento. Los efectos de las políticas fiscales anunciadas durante la segunda mitad del año pasado (Suecia, Italia, EE.UU., Alemania, China, Japón...) se van a ir reflejando en los próximos trimestres. En general todas van orientadas en el mismo sentido, **mejorar la renta disponible de los hogares** y apuntalar el crecimiento de la demanda interna (inversión y consumo) cuando se espera poco del comercio internacional (en Eurozona y EE.UU.). **Este buen entorno debería cambiar el sesgo de los sectores que impulsen los activos de riesgo** con los países emergentes (especialmente Latam) favorecidos (siempre que el dólar se mantenga estable o la baja).

En **renta variable las valoraciones exigentes hacen inevitables períodos de ajuste ante cualquier noticia que ponga en duda el escenario de crecimiento.** En este sentido todo lo relativo a la IA y las expectativas generadas van a ser una fuente de riesgo en el año por lo que la diversificación por sectores y áreas geográficas es importante. Por eso esperamos una **rotación hacia cíclicas y emergentes.** En general creemos **los riesgos son al alza** mientras las condiciones financieras se mantengan laxas (tipos de interés estables y crecimiento de crédito), dólar débil o estable (salvo evento geopolítico que vemos menos probable al ser año electoral en EE.UU.) y disminución de incertidumbre geopolítica (Ucrania, Irán, Taiwán).



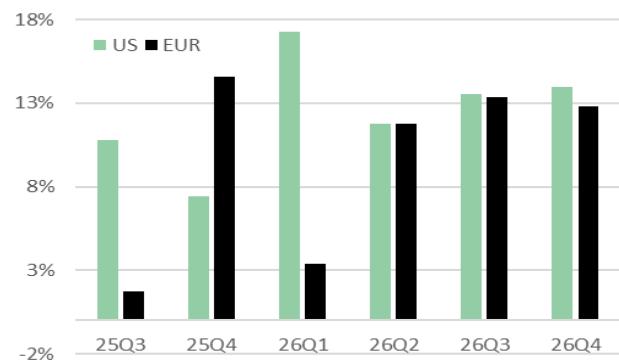
Diferenciales crédito UE



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Hasta diciembre 2025



Crecimiento beneficios US, EU



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Hasta diciembre 2026

En **renta fija** con los diferenciales de tipos en mínimos, la mayor parte de la **rentabilidad esperamos que venga de los cupones ("carry")**. Las dudas respecto a la evolución de la inflación, el aumento de emisiones y la volatilidad proveniente de Japón darán oportunidades tácticas en los plazos medios y largos de la curva, pero todavía no aportan mucha más rentabilidad que los bonos cortos (menos de dos años). Respecto al crédito mientras no se perciban riesgos macro creemos que los bonos con mayor subordinación en el orden de pagos son interesantes frente a bonos de compañías con bajo rating.

Como conclusión, los **precios de todos los activos están en la banda** alta de las valoraciones de los últimos años, pero la escasa prima que ofrecen los bonos en un entorno de crecimiento por encima del potencial nos hace preferir la renta variable a la renta fija. **Mientras los crecimientos se mantengan y los bancos centrales estén más pendientes de la creación de empleo** que de la inflación (políticas monetarias neutrales o laxas), el **entorno es favorable para los activos de riesgo**.



Posicionamiento de las Carteras

Tipo de activo	Trimestre anterior	Cambio	Actual
Renta Fija	+	=	+
Gobiernos	+	=	+
<i>Investment Grade</i>	+	=	+
Crédito Emergentes	=	=	=
<i>High Yield</i>	=	=	=
Renta Variable	=	=	+
Europa	=	=	=
Estados Unidos	+	=	+
Emergentes	+	=	+
Divisas			
Dólar	=	-	-
Euro	-	+	+
Materias Primas	Positivo	=	Positivo

Datos a enero 2026, elaboración propia

Máximo +, mínimo -

- **Positivo (+).** Rentabilidad en renta fija esperamos que venga por los cupones de los bonos y no por una reducción de diferenciales o tipos a plazos medios/largos más bajos.
- **Gobiernos: (+) Positivo.** Seguimos prefiriendo plazos medios y cortos de la curva, el aumento en las emisiones (Alemania, Francia) y los riesgos a repuntes de inflación nos hacen seguir siendo cautios en los plazos largos de la curva.
- **Corporativos: (+) Positivo.** Los crecimientos de beneficios pueden sorprender al alza con un entorno macro de reaceleración de crecimiento. Con los diferenciales de crédito en mínimos las compañías pagan más cupón de lo que les costaría emitir nueva deuda en mercado, esto nos hace esperar recompras de bonos y aumento de emisiones. Mejores plazos cortos que medios o largos.
- **Crédito países emergentes: (=) Neutral.** Los diferenciales de crédito están también muy ajustados pero las tasas de impago están en mínimos históricos, las revisiones de beneficios especialmente en Latinoamérica y esperamos bajadas de tipos en Brasil, México. Mejor corporativos que gobiernos.

- **Positivo (+).** Los límites para una apreciación de las bolsas, elevada valoración e incertidumbre geopolítica están compensados por bajadas de tipos (EE.UU., UK, algunos emergentes), políticas fiscales expansivas (EE.UU., Japón, China, Alemania, Suecia) y una ampliación de los sectores que aumentan beneficios (no sólo tech).
- **Europa: = Neutral.** El impulso en beneficios no llega hasta la segunda mitad y los sectores más cíclicos e industriales no pesan tanto en los índices.
- **Estados Unidos: (+) Positivo.** La diferencia de crecimiento de beneficios entre las grandes (10 compañías suponen 41% del índice) y otros sectores cíclicos desaparece en 2026.
- **Países Emergentes: (+) Positivo.** Tipos bajando en EE.UU., dólar sin apreciarse y precios de energía y alimentos estables, siguen favoreciendo el posicionamiento. Los efectos de las tarifas no han sido tan devastadores como se temía y la interdependencia entre EE.UU. y China de momento va a evitar escalada del conflicto.

- **Positivo.** El impulso ciclo de las economías esperamos que siga manteniendo la demanda por materias primas. En general todas están impulsadas además por la entrada de inversores no industriales (oro, plata, cobre) al calor de los problemas en los inventarios y las tensiones geopolíticas. Petróleo y gas natural siguen estando presionadas por exceso de oferta.

- **Dólar: - Negativo.** La depreciación del USD frente a todas las divisas se detuvo en los últimos meses, menores expectativas de bajadas de tipos, dudas en la implementación del paquete fiscal alemán y nuevas incertidumbres geopolíticas (Venezuela, Irán) explican la estabilización. Creemos que se va a mantener en rango los próximos meses para acabar el año más abajo.

- **China**
- **Crédito plazos cortos**
- **Industriales**



- **Bonos plazo largo**
- **Tecnológicas (software)**

Para Concluir:

- **Administración Trump más centrada en temas de política interna ante las elecciones de noviembre**, conseguir bajar la inflación o aumentar la renta disponible del consumidor para asegurar "asequibilidad" (alimentos, energía, hipotecas, tarjetas de crédito).
- **Japón** se ha convertido desde el inicio de las subidas de tipos en 2024 en **fuente de volatilidad**. El **excesivo endeudamiento**, 240% de PIB el mayor de las economías desarrolladas ha ido reduciéndose gracias a tipos menores que la inflación. Las **subidas de tipos** del banco central han hecho repuntar los tipos en de toda la curva, hasta niveles atractivos para los inversores locales. Los planes de estímulo de la previsible nueva presidenta podrían estresar más esta situación
La repatriación de capitales pone en riesgo los bonos del resto del mundo como vimos en agosto de 2024.

GLOSARIO TÉRMINOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS



Términos Macro:

PIB: Producto Interno bruto, Es la suma de todo lo que se produce y se vende: coches, comida, ropa, servicios como peluquerías o clases, etc. Se puede dividir en cuatro grandes grupos, CONSUMO (todo lo que compran las personas y las familias), INVERSIÓN (sería el dinero que gastan las empresas para crecer), GASTO PÚBLICO (Es el dinero que el gobierno gasta en bienes y servicios), BALANZA COMERCIAL (Diferencia entre todo lo que se vende en el extranjero (exportaciones) y lo que se compra a otros países (importaciones)).

Demanda interna: Todo lo que se compra y se consume dentro de un país. Incluye todo el consumo de personas, empresas y gobiernos, así como la inversión de las empresas.

Consumo cíclico: Gasto de familias en bienes no esenciales, es la parte del consumo más sensible a los vaivenes de la economía (automóviles, moda y lujo, hoteles, restaurantes...)

Inflación: Cuánto suben los precios de bienes y servicios. Se utiliza un determinado número representativo que sirva de referencia para el coste de la vida en un país o región.

Inflación subyacente: Trata de medir la subida de los precios quitando las componentes que más cambian que son los alimentos y la energía. Al no incluir componentes más volátiles da una idea de la corriente en la evolución de los precios.

Términos Financieros:

Rating: Calificación que se le da a un país o a una empresa que termina cómo de confiable es a la hora de devolver el dinero. Se suelen usar letras desde AAA muy seguro hasta CCC Alta probabilidad de que no pague. Desde AAA hasta BBB- es "investment grade" o "grado de inversión" desde BBB-hasta D es "high yield" o "Riesgo elevado".

Bonos "Investment grade" o "grado de inversión": Se trata de bonos (como un crédito que los ahorradores hacen a gobiernos o empresas) que tiene poco riesgo de ser impagado. Demanda interna: Todo lo que se compra y se consume dentro de un país. Incluye todo el consumo de personas, empresas y gobiernos, así como la inversión de las empresas.

"High Yield": Bonos de alto rendimiento, pagan más porque tienen más riesgo.

Bonos emergentes: Bonos emitidos por países en desarrollo si se trata de bonos de empresas en países emergentes se denomina "crédito emergente"

Emergentes: Países que tiene economías muy fluctuantes respecto a "desarrollados" por diversas razones, pagan más tipo de interés porque tienen más riesgo.

Swap: Del inglés, intercambio. Se trata de un contrato entre dos partes en el que se intercambian flujos financieros y uno una cantidad fija y el otro variable en función de la evolución de un activo (tipos de interés, cotización de una divisa etc..), tienen un plazo de vencimiento concreto. Es una especie de trueque moderno en el que en lugar de intercambiar objetos se intercambian flujos de dinero.

Swap de inflación: Acuerdo entre dos partes utilizado para cubrirse del riesgo de inflación. Una parte acuerda pagar un tipo de interés fijo mientras que la otra acuerda pagar ese fijo más la variación de la inflación, si la inflación es más baja ingresa más dinero de lo que tiene que pagar y si es más alta paga más del dinero que ingresa.



Esta presentación no supone una oferta de venta ni una invitación o recomendación de inversión, de suscripción de valores, o de adquisición de servicios de inversión, y TREA no se hace responsable de las conclusiones que un potencial inversor pueda hacerse respecto de la información aquí contenida, lo que supone que la información aquí contenida, no debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión.

Recomendamos que los potenciales inversores consulten a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión sobre las implicaciones legales y fiscales de la misma, así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por si o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de la misma.

Esta presentación, elaborada por TREA, está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información contenida en la presentación ha sido suministrada por tercero, diferentes al emisor, si bien, y salvo mejor opinión, entendemos es fiable no obstante no haber sido verificada por un experto independiente y, en consecuencia, no puede ser garantizada.

TREA ASSET MANAGEMENT SGIIC, S.A., con domicilio en Calle Ortega y Gasset 20, 5^a planta, 28006 Madrid, España; con CIF. A79058384, está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 41039, Folio 156, Hoja M-38440 y en la CNMV con el número 113.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Trea Asset Management SGIIC: <https://treaam.com/>