

Análisis de Mercados Primer Trimestre 2026

Ricardo Gil
Deputy CIO



Seguimos siendo **positivos con el posicionamiento en activos de riesgo**. El impacto de la subida el precio del crudo es **muy desigual entre regiones con EE.UU. y China claramente menos afectados**. La actividad económica sigue respaldada por un aumento de la inversión (reindustrialización, defensa, IA) mientras el consumo es el componente más frágil, especialmente en la Eurozona. El repunte de la inflación supone una bajada en la renta disponible de los hogares que esperamos se muestre en la segunda mitad de año, en China o EE.UU. las bajadas de impuestos a los hogares amortiguan este efecto negativo.

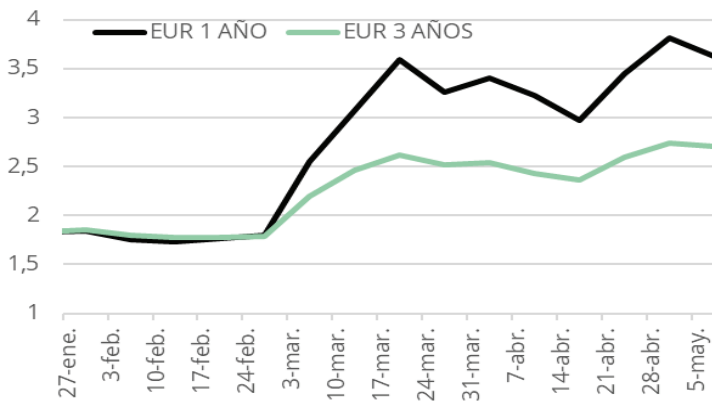
La evolución del entorno positivo para los activos de riesgo depende en gran medida de la actuación de los bancos centrales (cómo de permanente es el repunte de inflación), la creación de **empleo** (capacidad de las empresas para ajustar actividad) y el volumen y condiciones del **crédito**.

Los riesgos persisten, pero como hemos visto en los otros dos "shocks" geopolíticos de los últimos años (Ucrania, tarifas), **el peor escenario no se produce**, en distintos escenarios **las compañías han demostrado su capacidad de adaptación y seguir aumentando beneficios** que junto con la liquidez son las variables más importantes para los activos financieros.

La economía global se enfrenta a un **entorno de bajo crecimiento (Eurozona probablemente negativo en Q2) e inflaciones alejadas del objetivo**. La **evolución hacia una mejora del crecimiento o estanflación** dependerá de una concatenación de acciones. El escenario más favorable sería un **aumento de la productividad con un restablecimiento de las cadenas de suministro globales**, El negativo pasar por **subidas de tipos** demasiado agresivas que afecten al crecimiento y la creación de empleo.



Inflación EUR esperada bonos ligados a inflación



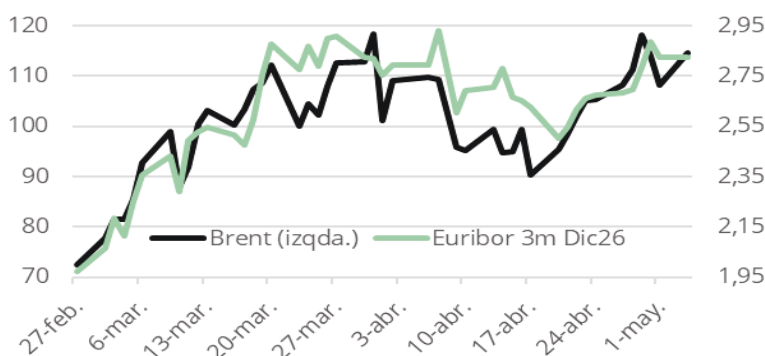
Fuente Bloomberg. Elaboración propia.

Las **expectativas de inflación para los próximos 12 meses están por encima del 3%**. Esto está por encima de las expectativas del BCE, pero las inflaciones futuras siguen estando en el rango aceptable.

La **preocupación se centra en "efectos de segunda ronda"** (subida precio productos, servicios, salarios etc...) que presionen la inflación subyacente. Mientras la creación de empleo se mantenga débil no esperamos ver este efecto.



Euribor 3m Diciembre 2026 vs Brent



Fuente Bloomberg. Elaboración propia.

Los tipos cortos reaccionan al precio del petróleo. **El mercado refleja rápidamente el impacto esperado en la inflación, pero no tiene en cuenta de momento los efectos en la renta disponible de los consumidores.**

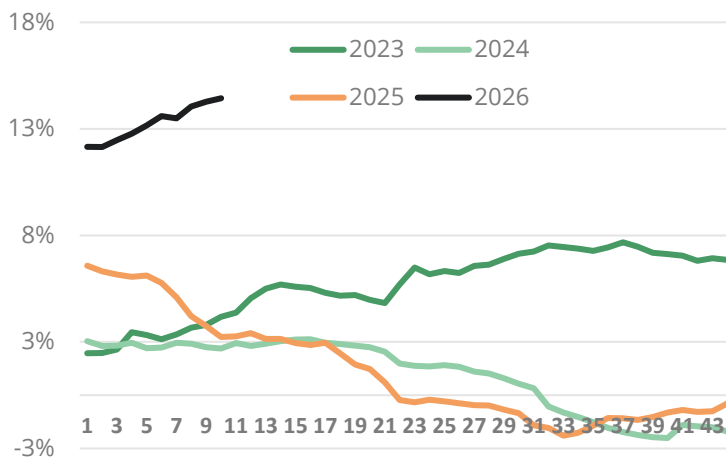
A partir de determinados niveles de crudo (120?) el problema para las economías deja de ser la inflación y pasa a ser el crecimiento por destrucción de demanda.

Hasta la segunda mitad del año no esperamos tener más claridad sobre los efectos en la economía real derivados del cierre del estrecho y las subidas en los derivados del petróleo. Por el momento la **inversión continúa creciendo** a nivel global con un moderado repunte de inventarios mientras el **consumo muestra señales mixtas: débil en la Eurozona y más sólido en EE.UU.**, apoyado en las bajadas de impuestos.

La evolución del crecimiento dependerá de la reacción de los consumidores ante el repunte de inflación. Las señales procedentes del empleo, salarios, precios de electricidad y alimentos, no muestran un deterioro significativo. Esto sugiere que la **inflación subyacente podría mantenerse en niveles moderados** (por debajo del 2,5%). Esto permite asumir que el repunte de inflación es temporal y no el inicio de un período inflacionista.

Tras la pérdida de credibilidad de 2022 (las inflaciones estaban en el 6% cuando tuvimos la primera subida de tipos del BCE) los bancos centrales **han endurecido su mensaje** anticipando subidas en las reuniones de Junio (Eurozona, Japón). En EE.UU. el escenario de subidas de tipos creemos que no aplica, vemos que el pico de crecimiento se ha producido durante el primer trimestre y una segunda mitad con inflacionistas contenidas (el efecto comparativo por las tarifas desaparece, precios de vivienda estancados o reduciéndose, creación de empleo débil o nula).

Estimaciones crecimiento beneficios Eurostoxx



Fuente Bloomberg. Elaboración propia.

Las estimaciones de beneficios para el año han aumentado un 2% en la Eurozona desde principios de año. Impulsadas por petroleras, eléctricas y alimentación. Sorprenden las subidas esperadas en consumo discrecional, viajes y autos. El mercado asume un impacto limitado en el consumo, aunque este escenario es exigente en un contexto de revisiones a la baja de crecimiento.

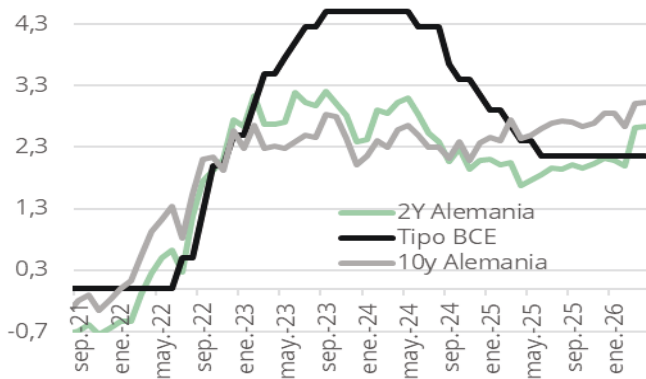
En el resto del mundo, la mejora de estimaciones es más generalizada destacando tecnología, energía y telecoms,

Las compañías están mostrando una elevada capacidad de adaptación, apoyadas en **factores estructurales** que ayudan a reducir el impacto de la incertidumbre. Entre ellos destacan la **solidez de los balances, la capacidad de ajuste de costes e inversión** y un **entorno de financiación favorable**, pese al endurecimiento monetario, sigue habiendo liquidez más que suficiente. Los resultados empresariales siguen evolucionando de forma favorable, reflejando la **rapidez con la que las compañías se adaptan a nuevos entornos operativos**. En este contexto, el crecimiento del crédito y unos tipos de interés reales todavía contenidos (negativos en algunas economías) siguen siendo elementos clave para sostener la actividad económica.

En **renta variable seguimos creyendo que hay recorrido**, pero con diferencias por regiones. En la Eurozona el riesgo de que el conflicto con Irán se prolongue a la segunda mitad de año dificulta una mejora de los beneficios apoyada en el consumo por eso estamos más cautos para la segunda mitad. **EE.UU., Emergentes (Latam) y China** son las áreas donde esperamos mayores revalorizaciones en los próximos meses apoyados en que las revisiones al alza de beneficios.



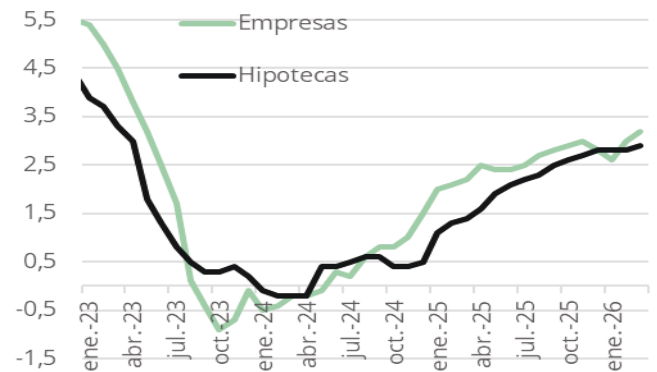
Tipos mercado y ECB



Fuente Bloomberg. Elaboración propia.



Crecimiento crédito UE



Fuente Bloomberg. Elaboración propia.

La renta fija de la Eurozona ha sido el activo más perjudicado. La dependencia del petróleo, unido a los planes de aumento de gasto público han desplazado al alza los tipos en todos los plazos. El riesgo que los incrementos de precios en las manufacturas se trasladen a servicios aumenta la presión al ECB.

Las **expectativas de subidas no tienen en cuenta la debilidad del consumo** que se hará evidente en la segunda mitad de año. Por este motivo, resulta más adecuado **centrarse en los plazos cortos** aprovechando las subidas de tipos que se están descontando en mercado. **Evitamos los plazos largos** especialmente los bonos de gobierno de los países más endeudados, **Italia o Grecia**, que serían más vulnerables ante revisiones a la baja del crecimiento.

En conjunto, el **segundo trimestre sigue siendo de asumir riesgos en sectores y regiones concretas**. El principal riesgo a corto plazo sigue siendo la inflación, que provoque subidas de tipos de bancos centrales y excesivo endurecimiento financiero con el objetivo de ajustar la demanda de las economías a una menor oferta de petróleo y derivados.



Posicionamiento de las Carteras

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

Datos a 20/04/2026, elaboración propia

Máximo +, mínimo -

RENDA FIJA

- **Positivo (+).** La rentabilidad de los bonos sigue ofreciendo “carry” atractivo. La incertidumbre a inflaciones elevadas por materias primas, cadenas de suministro, geopolítica, déficits públicos altos nos hacen esperar aumentos de pendiente de la curva. Mejor plazos cortos a largos.
- **Gobiernos: (+) Positivo.** Plazos cortos, los bancos centrales van a estar más pendientes a reducciones en el empleo (crecimiento) que a inflaciones que puedan estar 40/50 pb por encima del 2%. Inflaciones del 2% las vemos más como un suelo que como un objetivo real.
- **Corporativos: (=) Neutral.** Los diferenciales de crédito están muy ajustados, preferimos compañías con elevado rating y en plazos cortos. Los beneficios empresariales creciendo y la macro estable en los próximos meses deberían seguir dando soporte a las rentabilidades, pero no aumentaríamos riesgo. La segunda parte del año esperamos más volatilidad.
- **Crédito países emergentes: (=) Neutral.** Los bancos centrales van a seguir apoyando con bajadas de tipos (Brasil, México) y el crecimiento global esperamos que marque mínimos durante el segundo trimestre con recuperación en la segunda mitad (buen entorno para emergentes).

RENDA VARIABLE

- **Positivo (+).** La inversión empresarial sigue empujando crecimiento de beneficios con la mayor incertidumbre en todo lo relativo a consumo. Los efectos en la demanda final y los márgenes empresariales no los veremos hasta Q3. Diversificación por regiones y sectores imprescindible.
- **Europa: - Negativo.** Es la región más negativamente afectada por los cambios estructurales de los últimos años (geopolítica, redes de suministro, precios materias primas).
- **Estados Unidos: (+) Positivo.** La inversión corporativa sigue al ritmo de 2025, los cuellos de botella en algunos sectores (semiconductores, materias primas) les benefician. Aumentos de productividad implican aumentos de márgenes (crecimiento sin creación de empleo).
- **Países Emergentes: (+) Positivo.** Preferimos Latinoamérica a Asia (más afectada por materias primas). Mientras los tipos en EE.UU. se mantengan en el rango de los últimos meses (10 años por debajo del 4,5% y 30 años por debajo de 5%) y el crecimiento global no baje del 3%, ofrecen potencial atractivo.

MAT. PRIMAS

- **Positivo.** En agro, las subidas de los fertilizantes tradicionalmente tardan 9-12 meses en reflejarse en los precios de alimentos. En la parte de metales industriales, todo el tema de inversión en redes de transmisión y reducción de dependencia del petróleo van a seguir empujando los precios (cobre) acelerando la acumulación de inventarios. En metales preciosos, correlación negativa con el dólar y se han mostrado como activo refugio.

DIVISAS

- **Dólar: - Negativo.** Los diferenciales de tipos reales frente a otros desarrollados creemos que se van a seguir reduciendo (bajadas de tipos en EE.UU. segunda mitad). Por otro lado, el déficit por encima del 6% va a seguir pesando.

- China
- Tecnología (hardware)
- Defensa



- Bonos plazo largo
- Eurozona

Para Concluir:

- **En un entorno global cada vez más fraccionado, los países tratan de reducir la dependencia en sectores estratégicos** (energía, defensa, nuevas líneas de suministro) supone mayor presión sobre los precios. Buena parte de estas nuevas inversiones (redes eléctricas, almacenamiento, tecnología militar) se está financiando a través de mayor endeudamiento (déficit). En este contexto los **shocks macro ya no son deflacionistas** y las autoridades actúan con rapidez para evitar ajuste en los precios de los activos, mientras muestran tolerancia con inflaciones al alza que facilitan el pago de la deuda.
- **El mercado de derivados juega un papel clave para entender los movimientos de los mercados.** En los últimos años, los episodios de mayores subidas (la vivida en Abril es de las mayores en décadas) se han producido cuando los peores escenarios no se materializan. El resultado puede no ser el "óptimo" (guerra Ucrania sin solución, tarifas del 15%...) pero obliga a cerrar posiciones cortas especulativas provocando recuperaciones en V que dejan fuera a los inversores más cautos.

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), INVERSION (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.

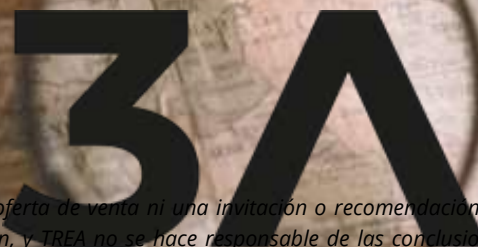
"High Yield": Bonos de alto rendimiento, pagan más porque tienen más riesgo.

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 sí 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 220, 5ª 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://tream.com/>