



NEWSLETTER

ENERO

2026



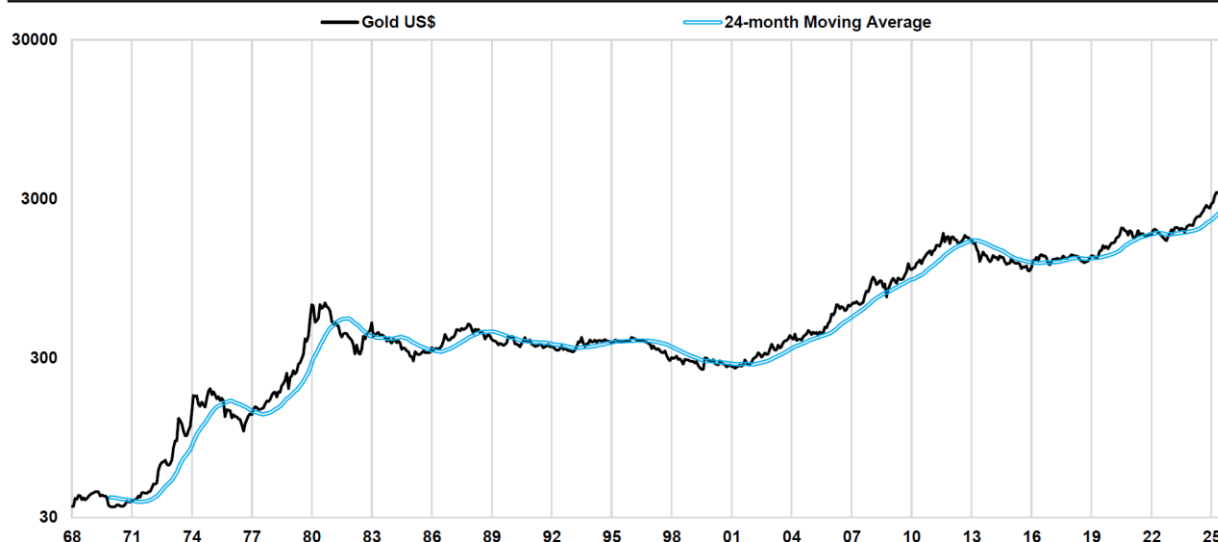
La fiebre del oro

En la newsletter de este mes realizaremos un análisis más profundo de la situación actual del oro, con el objetivo de determinar si el metal precioso sigue consolidando la tendencia alcista que ha venido construyendo de forma sostenida a lo largo de 2025. A partir de este contexto, examinaremos los principales factores técnicos y de mercado que permiten evaluar si dicha tendencia permanece vigente. Comencemos.

1. El oro en perspectiva

El precio del oro, observado en perspectiva, muestra que en los gráficos diarios alcanzó un máximo hace aproximadamente un mes y desde entonces ha entrado en una fase de consolidación. Sin embargo, al ampliar el análisis hacia el gráfico mensual de largo plazo, se destacan varios aspectos relevantes.

Long-Term Price Chart of Gold in US Dollars: monthly closing gold price on log-scale with a 2-year (24 month) moving average.



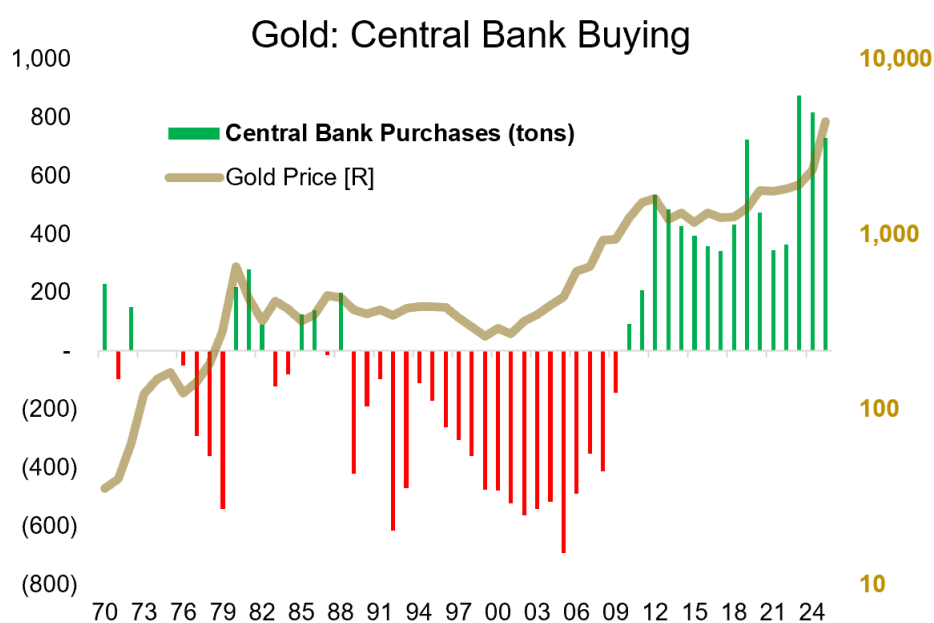
En primer lugar, la tendencia alcista sigue siendo clara, ya que el precio se mantiene por encima de la media móvil y esta continúa con una pendiente ascendente.

En segundo lugar, al comparar el comportamiento actual con los grandes rompimientos registrados a comienzos de la década de 1970, a finales de los años setenta y a inicios de los años 2000, el movimiento actual aún parece encontrarse en una etapa relativamente temprana del proceso.

2. La gran compra de los bancos centrales

Mientras tanto, muchos de los factores que han impulsado el actual mercado alcista del oro continúan plenamente vigentes. La demanda por parte de los bancos centrales sigue siendo significativa y existe la percepción generalizada de que las cifras reales de compras podrían ser incluso superiores a las oficialmente reportadas.

A ello se suma un contexto geopolítico que permanece tensionado, donde la diversificación preventiva de reservas difícilmente se reducirá en el corto plazo y diversos focos de inestabilidad mantienen el potencial de intensificarse en cualquier momento.



Por otro lado, el riesgo político en Estados Unidos continúa siendo un elemento relevante, acompañado por señales de debilidad estructural del dólar y un panorama fiscal poco alentador.

A este escenario se añaden las incertidumbres macroeconómicas, que van desde un posible repunte de la inflación hasta el riesgo contrario de una desaceleración pronunciada o incluso un episodio deflacionario, lo que podría derivar en nuevas rondas de expansión cuantitativa y relajación de las políticas monetarias.

En conjunto, este abanico de narrativas macroeconómicas sigue respaldando una visión constructiva y favorable para el oro.

3. Participación del inversor minorista

Sin embargo, la participación del inversor minorista en este ciclo alcista del oro ha sido, hasta el momento, limitada.

A partir de las asignaciones implícitas en el mercado de ETF, se observa que los inversores minoristas mantienen exposiciones relativamente reducidas al metal precioso, aún por debajo de los máximos alcanzados en 2020 y muy lejos de los niveles registrados en las fases finales del mercado alcista de la década de 2000.

Implied Allocations: Gold (ETF Market share of Gold ETFs vs All ETF Assets)



Desde esta perspectiva, podría sostenerse que todavía existe margen para un incremento de la demanda minorista. No obstante, una parte significativa de la atención y del capital de este segmento parece haberse concentrado en activos tecnológicos y en el ecosistema cripto.

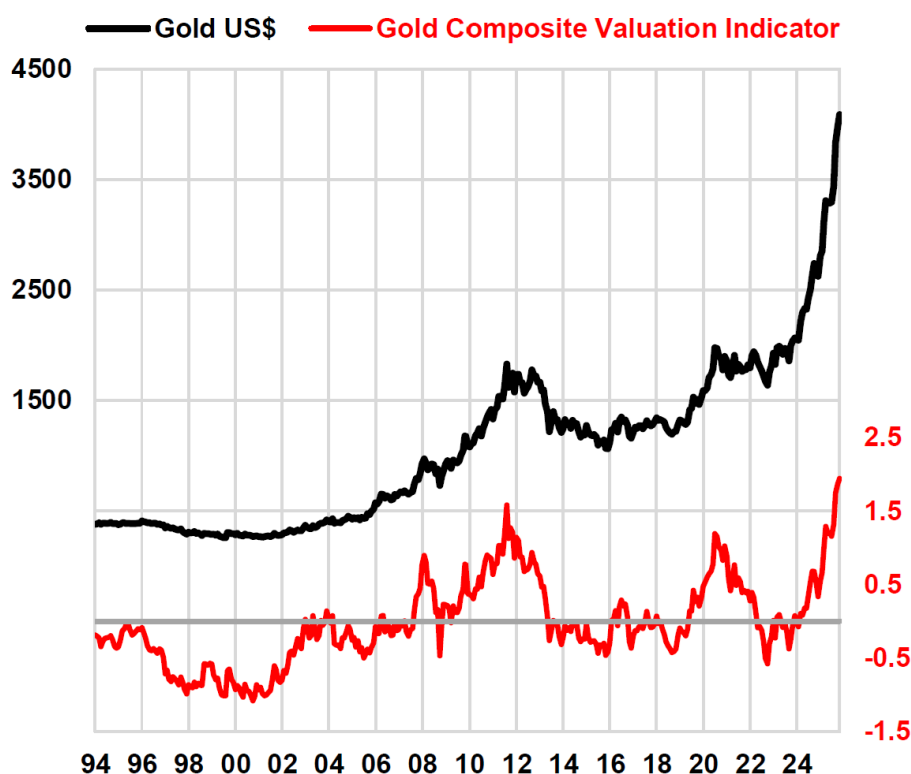
En ese sentido, no puede descartarse que sea necesaria una corrección más profunda en estos mercados para catalizar una rotación de flujos hacia activos defensivos y de preservación de valor, como el oro.

4. La valoración actual del oro

Desde una óptica más cautelosa, el indicador compuesto de valoración del oro ha alcanzado niveles de sobrevaloración extremos.

Esta circunstancia dificulta adoptar una postura claramente direccional: si bien persisten importantes vientos de cola a nivel macroeconómico y la tendencia alcista continúa intacta, la experiencia histórica sugiere que, cuando los indicadores de valoración alcanzan estos umbrales, el escenario más favorable suele ser un período prolongado de consolidación, mientras que el más adverso apunta a una corrección significativa o incluso a un techo de ciclo.

Composite Value Indicator: average of absolute value indicator, gold price drivers, price vs cost of production.



En este contexto, y pese al optimismo que predominaba a comienzos de año, la lectura actual se inclina hacia una posición más equilibrada y prudente.

En términos operativos, la conclusión más razonable en el momento presente es una visión neutral sobre el oro.

Conclusiones

Desde R&S creemos que la fase alcista del oro aún no ha terminado y que hay aún retornos que rascar durante este año 2026 que se avecina pero nos gustaría remarcar un par o tres de escenarios en los que; aunque improbables, podrían suceder y llegarían a torcer la fiebre del oro en la que vivimos: Un fortalecimiento significativo del dólar, una desescalada sustancial de los aranceles impulsados por Donald Trump o la firma de un acuerdo de paz entre Rusia y Ucrania podrían actuar como catalizadores de una caída en el precio del oro.

Un repunte sostenido del dólar podría presionar a la baja al oro, dado que ambos activos mantienen históricamente una relación inversa. No obstante, para que este movimiento sea relevante sería necesario un entorno de mayor crecimiento relativo en Estados Unidos, tipos de interés reales al alza o un giro claramente restrictivo de la política monetaria. En el contexto actual, marcado por desequilibrios fiscales, elevada deuda y una política monetaria condicionada por la fragilidad del crecimiento, un fortalecimiento estructural del dólar parece posible, pero no dominante. El escenario base sigue siendo de volatilidad más que de tendencia clara.

La reversión significativa de la política arancelaria tendría un efecto desinflacionario y reduciría parte de la incertidumbre comercial, lo que restaría atractivo al oro como activo refugio. Sin embargo, el uso de los aranceles como herramienta política y de negociación ha demostrado ser persistente, especialmente en contextos electorales o de presión interna. Una desescalada puntual es plausible, pero una retirada estructural y duradera de este enfoque resulta menos probable en el corto plazo.

Asimismo, una moderación de las tensiones geopolíticas que se han intensificado a lo largo de este año podría enfriar la demanda de lingotes. En este contexto se incluyen tanto el renovado impulso de la administración estadounidense por anexionar Groenlandia como la amenaza de una mayor intervención de Estados Unidos en América Latina tras la captura del histórico líder venezolano, Nicolás Maduro.

Aunque un acuerdo de paz tendría un impacto claramente bajista sobre el oro al reducir uno de los principales focos de riesgo geopolítico global, las posiciones de ambas partes siguen siendo difíciles de reconciliar. La prolongación del conflicto, incluso en formatos de baja intensidad, continúa siendo el escenario más probable. Cualquier avance diplomático sería positivo para los mercados de riesgo, pero hoy por hoy parece prematuro asignarle una alta probabilidad.

Por último, cualquier reducción en las compras netas de oro por parte de los bancos centrales eliminaría uno de los pilares fundamentales del actual mercado alcista. El fuerte repunte del precio del oro ha elevado las reservas de algunas autoridades monetarias por encima de los porcentajes objetivo establecidos, hasta el punto de que, en octubre, un responsable del banco central de Filipinas llegó a recomendar la venta de parte de las tenencias de oro.

Por qué todos se equivocaron con los aranceles de Trump

Como R&S, queremos repasar el efecto de las tarifas arancelarias casi un año después de su implementación inicial, evaluando cómo han impactado en la economía y en las expectativas de empresas y consumidores.

En los días posteriores al denominado “Día de la Liberación”, el contraste entre el optimismo expresado por Donald Trump y las previsiones mucho más sombrías de expertos en comercio y economistas fue evidente.

Mientras empresas y consumidores trataban de interpretar mensajes contradictorios, el presidente reforzó las promesas realizadas durante su campaña presidencial de 2024. El 3 de abril afirmó que los mercados experimentarían un fuerte crecimiento, que la bolsa se dispararía y que la economía del país entraría en una fase de expansión generalizada.

En paralelo, economistas y líderes empresariales intensificaron sus advertencias sobre un posible deterioro económico. Desde BlackRock se señaló que la mayoría de los directores ejecutivos con los que se mantenían conversaciones consideraban que la economía ya se encontraba probablemente en recesión, mientras que JPMorgan Chase llegó a advertir que una recesión global era incluso un escenario probable.

Hasta el momento, ni el colapso económico anticipado ni la recuperación prometida se han materializado. Aunque una parte significativa de los datos federales aún presenta retrasos, las cifras disponibles indican que la economía estadounidense ha resistido mejor de lo esperado. La probabilidad de una recesión en el próximo año se ha reducido por debajo del 25%.

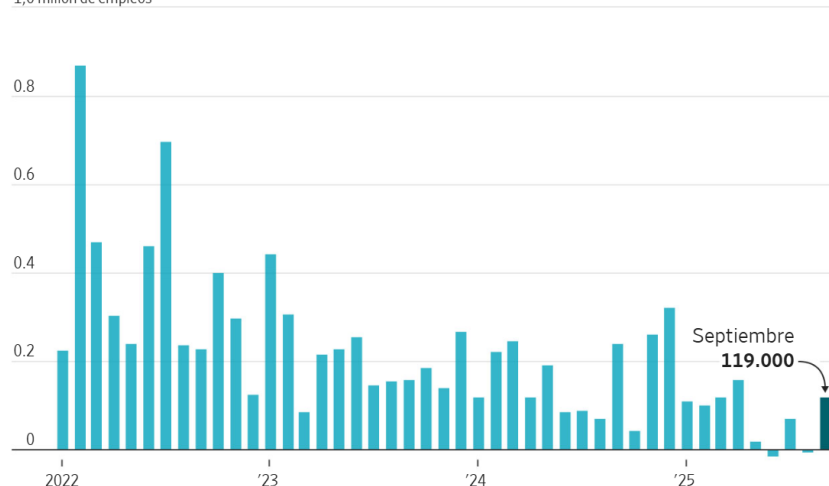
En cuanto a las promesas relacionadas con los ingresos derivados de los aranceles, estas se han cumplido solo parcialmente, mientras que otros compromisos clave han quedado lejos de alcanzarse. No se observan señales claras de un proceso de relocalización industrial a gran escala. La ventaja de los menores costes laborales en el exterior continúa favoreciendo a los fabricantes extranjeros, y la incertidumbre interna en torno a la política arancelaria ha frenado decisiones de inversión relevantes y el retorno de la producción al país.

En este contexto, se analizan seis predicciones contundentes formuladas por Trump, la Casa Blanca, economistas y líderes empresariales sobre la evolución de la economía, evaluando qué ha ocurrido hasta ahora y cuáles podrían ser los próximos escenarios.

1. Empleo

Nóminas no agrícolas, variación respecto al mes anterior

1,0 millón de empleos



Nota: Los datos están ajustados estacionalmente.

Fuente: Departamento de Trabajo

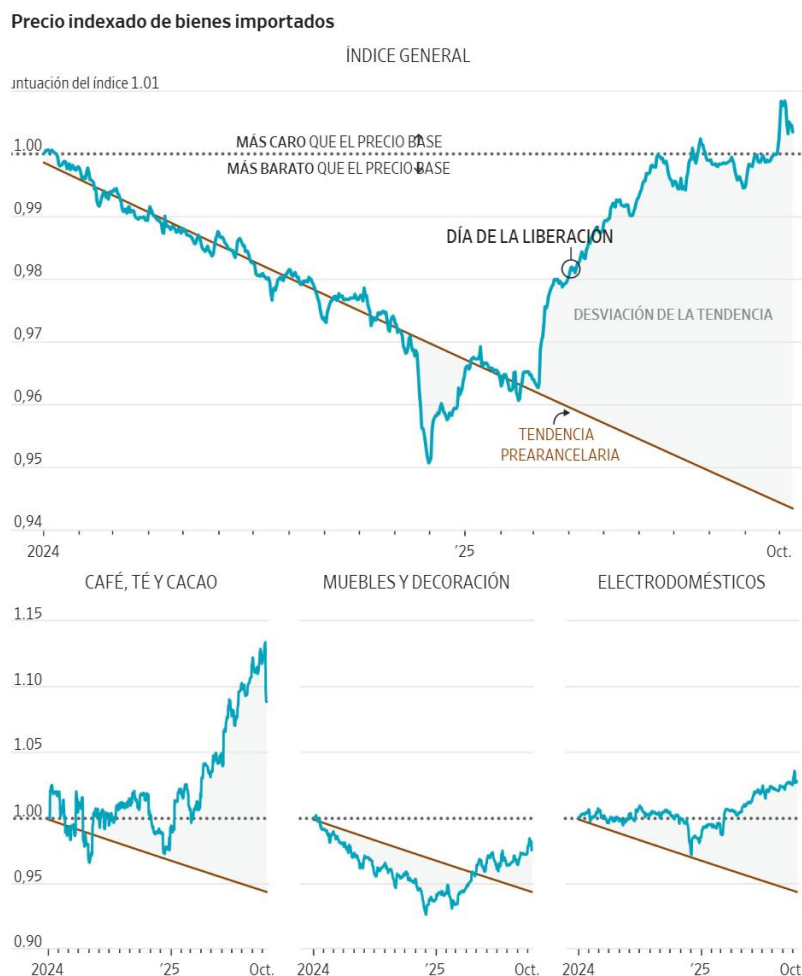
Ocho meses después de la implementación del régimen arancelario, las políticas de Trump no han logrado generar un impulso significativo en el empleo. Por el contrario, múltiples anuncios de despidos masivos y otros indicadores laborales preocupantes reflejan un panorama complicado para los trabajadores.

En septiembre, Estados Unidos registró la creación de 119.000 empleos, superando ampliamente las previsiones de los economistas. No obstante, este incremento fue atípico respecto a los meses anteriores, en los que el crecimiento del empleo se había mantenido rezagado. La tasa de desempleo alcanzó el 4,4%, la más alta en cuatro años.

Aunque algunos economistas no descartan que los aranceles puedan incentivar más contrataciones en el futuro, el panorama sigue siendo complejo. Muchos fabricantes dependen todavía de materiales importados, cuyos costos se han elevado considerablemente. Desde que Trump asumió la presidencia, el sector ha reducido aproximadamente 54.000 empleos, aunque resulta difícil determinar cuántas de estas pérdidas son atribuibles directamente a los aranceles.

Un caso ilustrativo es el de Arnold Kamler, propietario de Kent International, importador y fabricante de bicicletas. Kamler asegura que los altos aranceles sobre componentes de bicicletas provenientes de China obligaron al cierre de su fábrica en Carolina del Sur, con la consecuente pérdida de 64 empleos. Su empresa sigue importando bicicletas completas desde China y otras partes de Asia, pero los millones de dólares que tuvo que pagar en aranceles por cuadros y piezas importadas hicieron inviable el ensamblaje local.

2. Precios



Trump y muchos economistas se equivocaron en gran medida respecto al impacto de los aranceles sobre la inflación.

Los impuestos arancelarios afectaron rápidamente el bolsillo de los consumidores estadounidenses, ya que grandes minoristas, desde Macy's hasta Best Buy, trasladaron los costos a los precios finales.

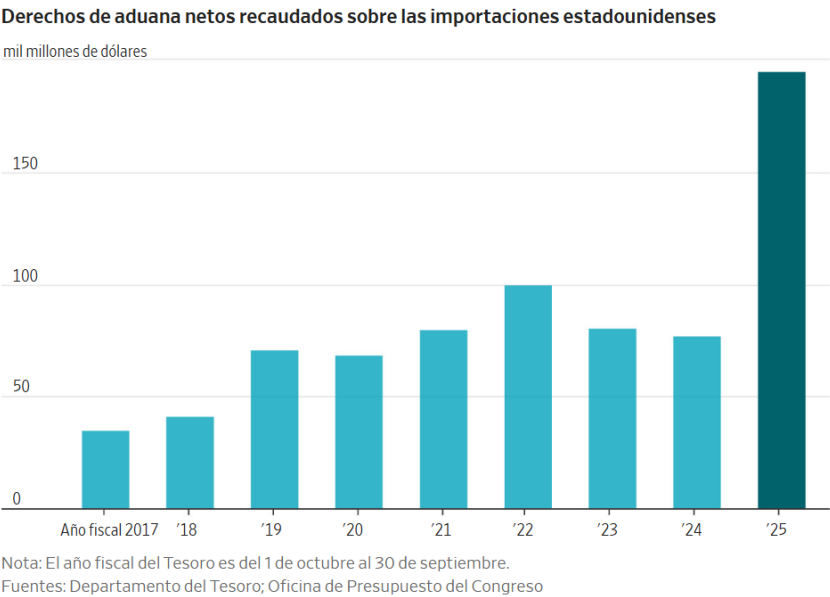
Aun así, los temores más extremos sobre la inflación no se materializaron. Durante varios meses, la inflación se ha mantenido alrededor del 3%, por encima del objetivo del 2% de la Reserva Federal, pero por debajo de lo esperado por muchos economistas.

Una explicación es que los aranceles impactan solo a un segmento reducido de precios al consumidor, mientras que rubros como vivienda y gasolina han contribuido a mantener la inflación general relativamente controlada.

Otro factor relevante ha sido la constante modificación de la política arancelaria por parte de Trump: muchas empresas han optado por esperar a que la situación se estabilice antes de ajustar más precios. Además, el caso pendiente en la Corte Suprema sobre la autoridad presidencial para imponer aranceles ha incentivado a las compañías a ser cautelosas.

Los economistas prevén aumentos de precios adicionales a medida que las empresas agoten sus inventarios previos a los aranceles y renegocien contratos con minoristas y distribuidores. Según la Reserva Federal, si no se implementan nuevos aranceles, los existentes tardarán aproximadamente nueve meses en reflejarse completamente en la economía, lo que podría contribuir a reducir la inflación de los bienes en la segunda mitad de 2026. Sin embargo, como señaló Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, “no hemos podido predecir esto con precisión. Nadie lo ha hecho”.

3. Ingresos arancelarios



En este aspecto, la administración obtiene resultados concretos: los aranceles han generado ingresos significativos para el gobierno federal.

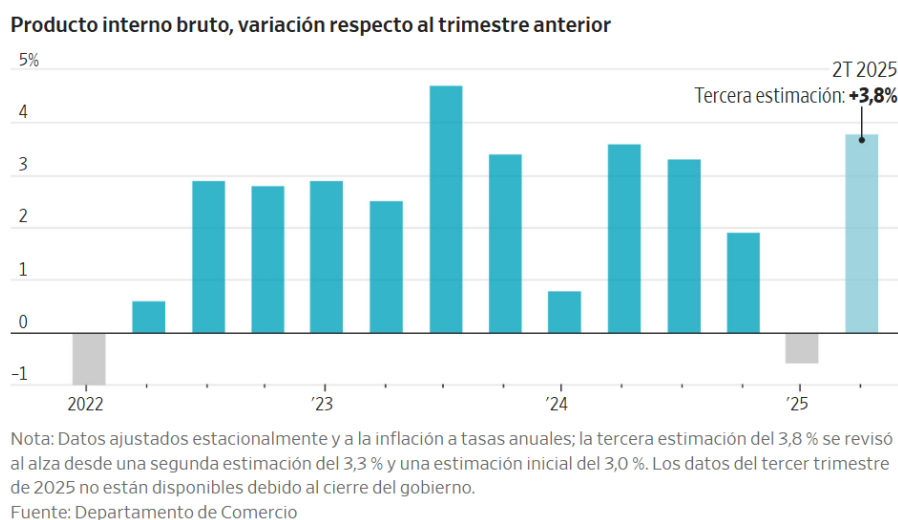
Entre abril y septiembre, cuando Trump incrementó rápidamente los aranceles, las arcas federales recibieron un promedio de 25.000 millones de dólares mensuales en aranceles aduaneros, según datos del Departamento del Tesoro. En comparación, durante 2024 se recaudaron 6.600 millones de dólares mensuales en promedio. Sin embargo, Trump ha mostrado menos acierto en su otra ambiciosa predicción sobre ingresos. “Podría reemplazar el impuesto sobre la renta”, declaró a Fox News en abril. Los ingresos generados por los aranceles están lejos de alcanzar niveles que permitan sustituir impuestos sobre la renta.

En el año fiscal 2025, la recaudación total por aranceles —incluyendo los nuevos impuestos de Trump y los previamente existentes— ascendió a unos 195.000 millones de dólares, más del doble de los 77.000 millones obtenidos el año anterior. En contraste, los impuestos sobre la renta de las personas físicas sumaron 2,4 billones de dólares en 2024, aproximadamente la mitad de los ingresos federales totales.

Las futuras recaudaciones dependen de la decisión de la Corte Suprema sobre la autoridad de Trump para imponer los aranceles, cuya resolución se espera en los próximos días. Si el tribunal anula los aranceles impuestos bajo la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional, los ingresos mensuales se reducirían a más de la mitad y podrían requerirse reembolsos de más de 100.000 millones de dólares ya recaudados.

Frente a este escenario, es probable que Trump intente compensar los ingresos perdidos aumentando los aranceles mediante otras leyes disponibles.

4. Crecimiento económico



Los aranceles no han provocado un desplome de la economía estadounidense. Por el contrario, el PIB del segundo trimestre registró su mayor crecimiento trimestral en casi dos años, con una tasa anual ajustada por estacionalidad e inflación del 3,8%. El tercer trimestre le siguió de cerca, con un crecimiento cercano al 3,5%.

A comienzos de 2025, pocos economistas podrían haber anticipado el impacto del auge de la inversión en inteligencia artificial (IA) sobre la economía, el cual ha compensado gran parte de los efectos negativos de los aranceles. Según estimaciones de Barclays, el gasto en IA durante el primer semestre del año contribuyó aproximadamente 0,8% al crecimiento anualizado del PIB, representando cerca de la mitad del incremento registrado en ese período.

El repunte del mercado de valores, a su vez, ha reforzado el gasto del consumidor, un motor clave de la economía. Además, la administración de Trump ha retrocedido en varios de los aranceles que inicialmente había amenazado. Por ejemplo, en abril los aranceles sobre productos chinos se elevaron al 145%, pero fueron reducidos al 30% pocas semanas después, y en octubre, tras nuevos acuerdos comerciales, se redujeron aún más al 20%.

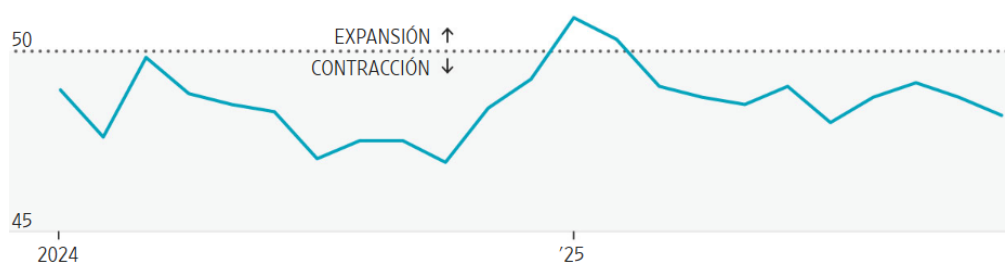
En la práctica, muchos importadores estadounidenses pagan menos del arancel nominal, sustituyendo productos gravados con aranceles más altos por otros con tasas menores o abasteciéndose de países alternativos. Según la Tax Foundation, mientras que el arancel ponderado sobre todas las importaciones aumentó al 15,8%, el arancel efectivo alcanzó solo el 11,2%, frente al 2,5% registrado en 2024.

De cara a 2026, los economistas prevén que la continua inversión en inteligencia artificial, junto con los recortes fiscales, seguirán impulsando el crecimiento económico del país.

5. Fabricación

Actividad manufacturera de EE. UU.

Puntuación del índice 55



Nota: El índice mensual de gerentes de compras del sector manufacturero mide la salud del sector.

Fuente: Instituto de Gestión de Suministros®

La estrategia arancelaria de Trump podría estar contrarrestando sus propios objetivos de fortalecimiento de la industria manufacturera.

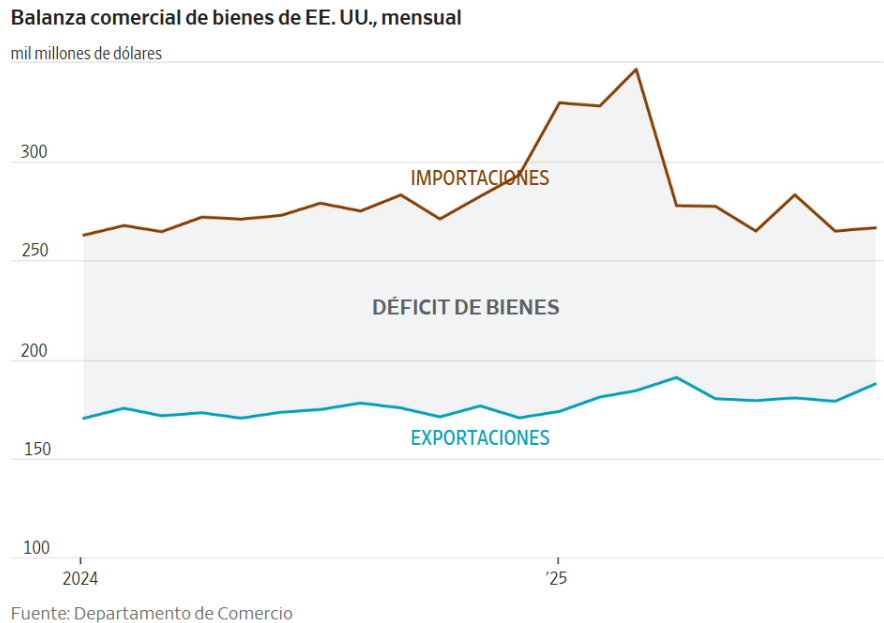
La actividad fabril en Estados Unidos ha experimentado una contracción durante nueve meses consecutivos, con el índice de gerentes de compras (PMI) del Instituto de Gestión de Suministros para el sector manufacturero situándose en 48,2 en noviembre, por debajo del umbral de 50 que diferencia la expansión de la contracción.

Numerosos fabricantes han señalado que el panorama arancelario, caracterizado por constantes cambios y ajustes, dificulta la planificación a largo plazo y frena decisiones de inversión importantes.

Por su parte, la Casa Blanca destaca los anuncios de varias empresas que planean invertir miles de millones de dólares para fortalecer la manufactura estadounidense, incluyendo compañías como Apple, Toyota, Nvidia y TSMC. Es posible que algunos de estos proyectos avancen a pesar de los aranceles, pero los grandes desarrollos suelen tardar años en materializarse, y las políticas gubernamentales podrían modificarse durante ese tiempo, generando incertidumbre.

Para que los aranceles logren revertir la deslocalización de la producción manufacturera ocurrida a lo largo de décadas, tendrían que ser lo suficientemente altos como para que la fabricación nacional resulte competitiva. Sin embargo, aranceles de esa magnitud también podrían afectar negativamente al sector a corto plazo, dado que muchos insumos y materiales necesarios para la producción en Estados Unidos aún solo se encuentran en el extranjero.

6. Balanza comercial



Sin duda, los aranceles han impactado el comercio estadounidense a lo largo de este año. En marzo, el déficit de bienes aumentó mientras las empresas se apresuraban a abastecerse antes de la entrada en vigor de los aranceles del “Día de la Liberación”. Posteriormente, en abril, el déficit se desplomó tras aplicarse el arancel base global del 10 %.

En septiembre, el déficit de bienes se redujo a 79.000 millones de dólares, frente a los 86.100 millones de agosto, alcanzando su nivel más bajo en unos cinco años, impulsado principalmente por operaciones a corto plazo con oro. No obstante, en lo que va del año, el déficit de bienes sigue siendo superior al registrado en el mismo período del año anterior, según datos del Departamento de Comercio.

Trump ha presentado el déficit comercial como un problema intrínseco y ha promovido su programa arancelario como la solución. Sin embargo, numerosos economistas sostienen que esta premisa es errónea. Un déficit no constituye automáticamente una señal de alerta económica; en muchos casos, incluso puede ser positivo.

Cuando los estadounidenses gastan más de lo que ahorran, el déficit genera dólares que los inversores extranjeros reinvierten frecuentemente en activos estadounidenses. Esta entrada constante de capital ha sido un pilar de la fortaleza económica del país durante décadas, según los analistas. Por el contrario, el déficit tiende a disminuir en recesiones, cuando el gasto y la demanda de importaciones caen.

Mientras Trump continúe sorprendiendo al mercado con cambios en la política arancelaria, el comercio estadounidense seguirá mostrando alta volatilidad.

Conclusiones

Resulta difícil anticipar con precisión las ideas, los objetivos y, sobre todo, los movimientos del presidente Trump a la hora de gestionar riesgos y posicionar las carteras. Numerosos analistas y especialistas en comportamiento humano han llegado a describir su perfil como marcadamente narcisista, impulsivo y autoritario. Sin embargo, desde R&S nos llama especialmente la atención un hecho recurrente: pese a que su *modus operandi* es ampliamente conocido y ha repetido estrategias muy similares a lo largo de 2025, la mayoría de las contrapartes han terminado cediendo, y en la gran mayoría de los casos Trump ha logrado los objetivos que perseguía desde el inicio.

Qué intereses concretos puede tener en cada momento es difícil de determinar. Lo que sí parece claro es que resulta más útil prestar menos atención a sus declaraciones públicas y observar con mayor detenimiento las acciones de su círculo más cercano y las decisiones que se materializan en la práctica. Ese patrón se ha repetido de forma constante: una puesta en escena diseñada para generar titulares, ruido mediático y distracción, mientras se avanza de forma silenciosa hacia los verdaderos objetivos estratégicos. Lo que sí consideramos evidente es que esta demagogia constante no hace sino erosionar la confianza de los inversores en Estados Unidos. De forma gradual, el capital internacional comienza a buscar alternativas para crecer en otros mercados, ya que un entorno marcado por una menor credibilidad monetaria, política y social tiende a ahuyentar los flujos de capital necesarios para sostener la expansión económica.

De cara a 2026, todo apunta a que una depreciación deliberada del dólar, orientada a hacer más competitivas las exportaciones estadounidenses, podría convertirse en una de las líneas estratégicas del presidente. Bajo el argumento de que China lleva años aplicando políticas similares, esta vía profundizaría aún más la desconfianza en la principal moneda fiduciaria de reserva mundial y, previsiblemente, reforzaría el atractivo y la apreciación de los activos reales como refugio de valor.

La actualidad y el futuro de los mercados

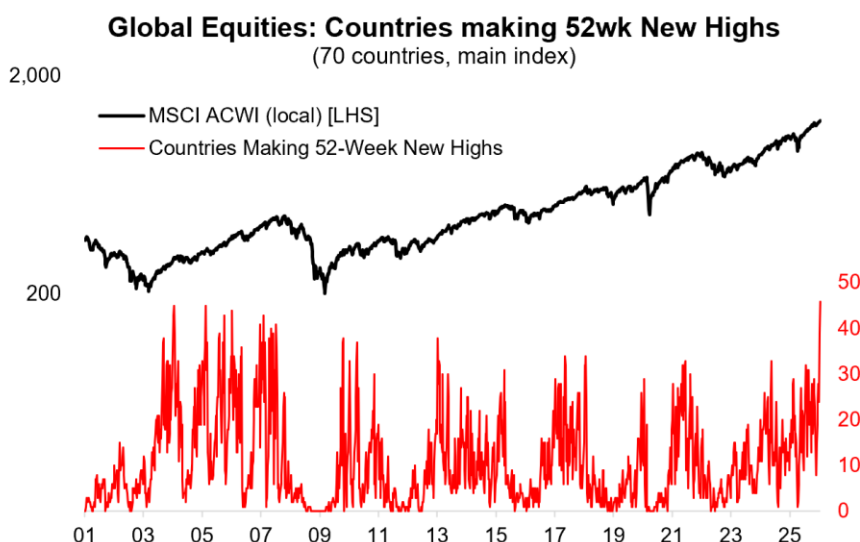
Los mercados se encuentran en máximos históricos, pero conviene evitar la tentación de esperar correcciones o episodios de deterioro para tomar posiciones. En inversión, el factor determinante no es tanto el timing de entrada, sino el tiempo de permanencia en el mercado. Como hemos defendido siempre en R&S, nuestra filosofía se basa en la generación de retornos inteligentes sobre el capital, priorizando el largo plazo y la preservación del patrimonio, en lugar de intentar anticipar movimientos de corto plazo o especular con los recursos de nuestros clientes.

Bajo este enfoque, en este capítulo de la newsletter analizaremos la situación actual de los mercados y las oportunidades de inversión que consideramos más atractivas de cara a 2026, siempre teniendo en cuenta los distintos perfiles de nuestros clientes y ajustando las propuestas a sus niveles de riesgo y seguridad.

No se trata de un error tipográfico: estamos asistiendo literalmente a un nuevo máximo en el número de mercados que alcanzan nuevos máximos. En concreto, 47 países acaban de marcar nuevos niveles históricos.

El gráfico que se presenta a continuación recoge el recuento semanal de los 70 países que monitorizamos y que han cerrado en su punto más alto dentro de una ventana móvil de 52 semanas. La última lectura no solo es la más elevada registrada hasta la fecha, sino que se sitúa con claridad por encima de cualquier nivel observado desde el período posterior a la crisis financiera de 2008.

La relevancia de este dato es notable, ya que la última vez que se alcanzaron cifras similares —46 países— fue durante el mercado alcista global de comienzos de la década de 2000, un entorno caracterizado por el auge de las materias primas, avances estructurales en los mercados emergentes y un mejor desempeño de las acciones globales frente a las estadounidenses.



Desde esta perspectiva, la lectura actual constituye una señal favorable para una rotación hacia los mercados globales en detrimento del mercado estadounidense. De hecho, uno de los desarrollos más significativos de 2025 ha sido la recuperación de las acciones internacionales y el punto de inflexión en su comportamiento relativo frente a Estados Unidos.

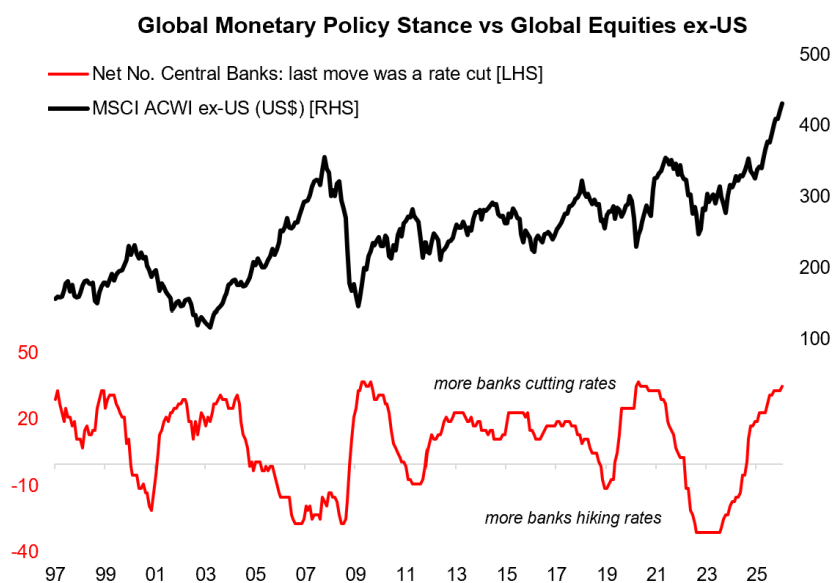
Todo apunta a que este gráfico podría quedar registrado como un indicador adelantado de la continuidad de esta tendencia estructural —acciones globales en fase alcista y mejor desempeño relativo frente a las estadounidenses— a medida que avanzamos hacia un período que ya se perfila como especialmente relevante para la macroeconomía y los mercados financieros.

Para quienes se preguntan qué factores explican los movimientos observados en el gráfico anterior, o para aquellos más escépticos respecto al análisis técnico, el gráfico que sigue aporta un contexto clave sobre uno de los principales motores del actual mercado alcista de la renta variable global.

Más allá de que las acciones internacionales partían de valoraciones históricamente atractivas —tanto en términos absolutos como en comparación con el mercado estadounidense—, se ha producido un cambio relevante en el entorno de política macroeconómica a nivel global.

De cara a 2025 ya se anticipaba una orientación más acomodaticia, y el episodio de volatilidad del primer semestre, marcado por las tensiones arancelarias, desencadenó una respuesta de estímulo precautorio por parte de las autoridades. Este giro, combinado con el debilitamiento del dólar estadounidense, la rotación de flujos de capital y la mejora del impulso macroeconómico y de los beneficios empresariales, ha proporcionado un respaldo macro y fundamental sólido a las señales técnicas previamente descritas.

Es precisamente en este tipo de entornos donde se producen los movimientos más relevantes en los mercados: cuando los factores técnicos, las valoraciones y las variables macroeconómicas y fundamentales convergen. El resultado es un escenario claramente favorable para la renta variable global.



Dicho esto, nos gustaría remarcar ciertas oportunidades de inversión que, según las características mencionadas anteriormente en el mercado, puedan ayudar a generar retornos ya sea en el medio/largo plazo, pero que, a la vez, contribuyan a la diversificación y gestión de riesgo en las carteras.

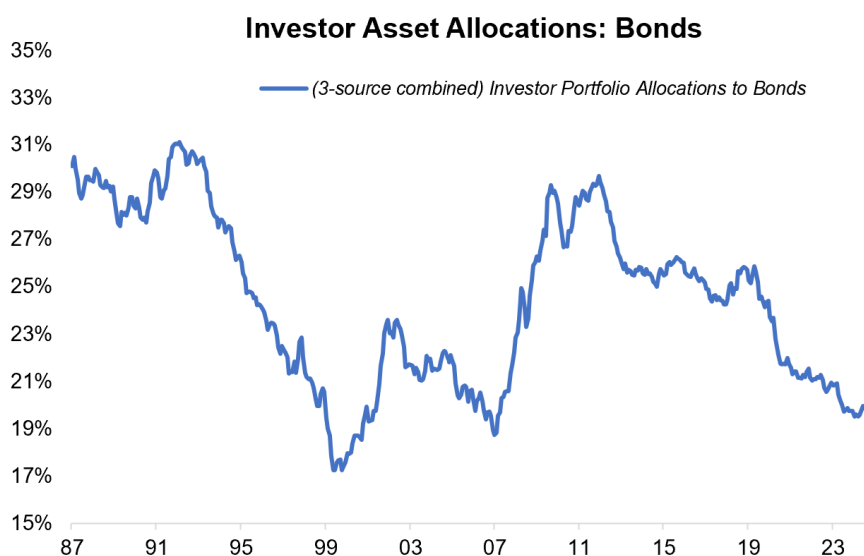
Asignación en Bonos

Las asignaciones de los inversores a bonos han caído hasta su nivel más bajo desde 2007, un fenómeno que ya hemos observado en episodios anteriores del ciclo de mercado.

Históricamente, los mínimos en la asignación a renta fija coincidieron con los dos grandes picos del mercado bursátil en 2000 y 2007, actuando como un claro presagio de posteriores mercados bajistas. Más allá de ofrecer señales sobre la fase del ciclo, este indicador también ha funcionado como una potente señal contraria a favor de los bonos: tras esos mínimos, los bonos del Tesoro registraron retornos de dos dígitos, precisamente en períodos en los que las acciones experimentaban caídas significativas.

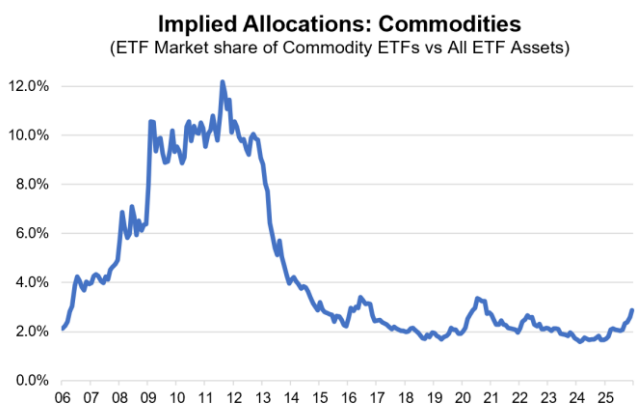
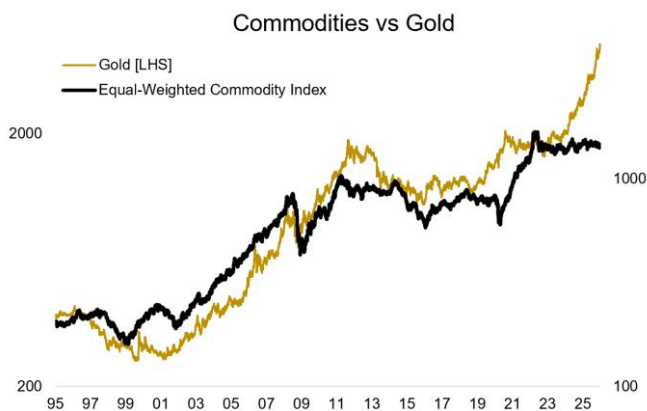
Desde esta perspectiva, el gráfico aporta información relevante tanto sobre el momento del ciclo de mercado como sobre la importancia de una adecuada asignación de activos, con los bonos desempeñando su papel histórico como elementos de diversificación y amortiguadores del riesgo. Asimismo, refuerza la tesis de que la renta fija presenta, en términos generales, una configuración alcista de carácter *contrarian*.

En definitiva, no conviene descartar los bonos dentro de una estrategia de asignación de activos bien equilibrada, ni subestimar su función como estabilizadores de cartera cuando se materialice el próximo gran episodio de desaceleración económica; ya que poseen valoraciones atractivas, un sentimiento claramente negativo y asignaciones en mínimos de ciclo. Por ahora, el único elemento que falta es la confirmación técnica y macroeconómica que permita afinar el momento táctico de entrada.



Materias Primas

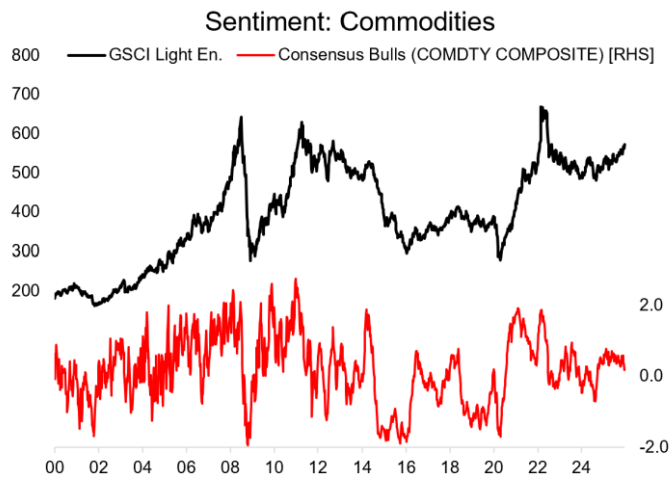
En términos generales, se acumulan cada vez más evidencias que apuntan al inicio de un nuevo mercado alcista cíclico en las materias primas, tras el mercado bajista registrado entre 2022 y 2024. Todo indica que esta dinámica podría consolidarse como uno de los grandes temas macroeconómicos de 2026, al tiempo que ofrece oportunidades de inversión especialmente atractivas, tanto en los propios precios de las materias primas como en las acciones vinculadas a estos sectores.



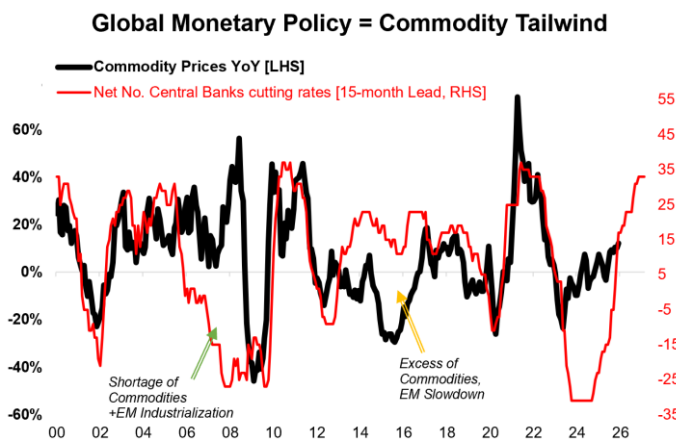
Seguir al activo líder: el oro ha marcado el camino y ha actuado como catalizador inicial del movimiento. En este contexto, el resto del complejo de materias primas parece encontrarse ahora en una fase de puesta al día, con margen para converger hacia la fortaleza ya mostrada por el metal precioso.

Valoraciones de partida atractivas: el ciclo actual se inicia desde niveles de valoración históricamente bajos para muchas materias primas. Este punto de partida resulta especialmente relevante, ya que los activos que combinan valoraciones deprimidas con mejoras técnicas suelen ofrecer configuraciones de rentabilidad-riesgo especialmente favorables.

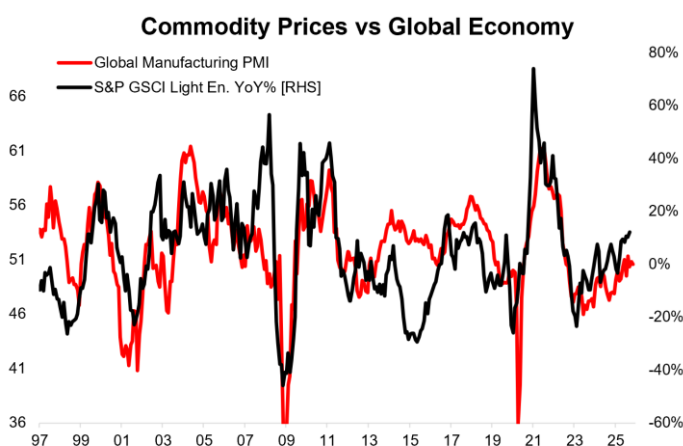
Asignaciones de los inversores en mínimos: a este escenario se suma el hecho de que la exposición agregada de los inversores a las materias primas continúa siendo reducida. Conviene subrayar que gran parte del repunte observado recientemente en las asignaciones se explica por los metales preciosos; si se excluye el oro, las asignaciones al resto de materias primas se mantienen cerca de mínimos históricos.



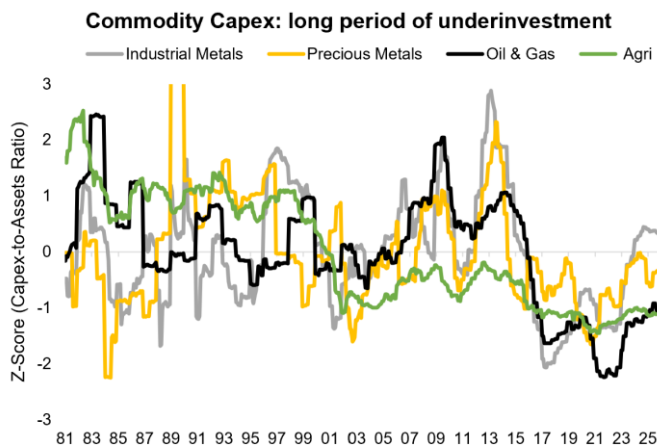
Sentimiento aún tibio: el posicionamiento y la percepción del mercado en torno a las materias primas siguen siendo, en términos generales, neutrales o incluso apáticos. Este bajo nivel de entusiasmo sugiere que existe un amplio margen para que las expectativas cambien y nuevos inversores se incorporen a medida que el ciclo de recuperación gane tracción.



Vientos de cola monetarios: desde una óptica macroeconómica y fundamental, se están acumulando claros vientos de cola de carácter monetario de cara a 2026. Históricamente, los entornos de giro hacia políticas más acomodaticias han actuado como un potente catalizador para los precios de las materias primas.



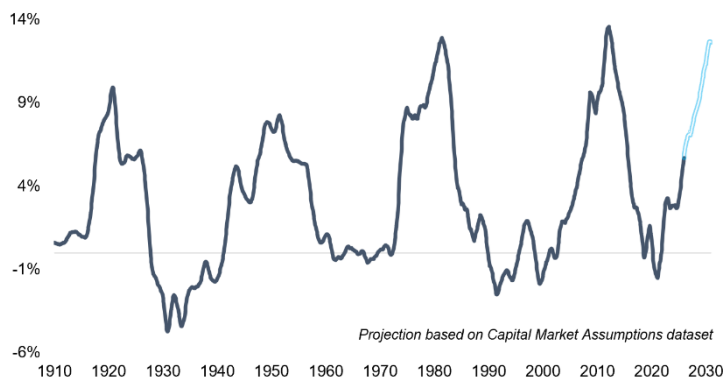
Demanda y recuperación cíclica: uno de los principales canales de transmisión será previsiblemente la reaceleración del crecimiento global hacia 2026. Un entorno macroeconómico más dinámico tiende a impulsar la demanda de materias primas de forma generalizada. No es casualidad que la variación interanual de los precios de las materias primas mantenga una estrecha correlación con el PMI manufacturero global.



Oferta y depresión del gasto de capital: este escenario de recuperación de la demanda se produce, además, en un contexto de marcada subinversión en capacidad productiva. Tras el prolongado ciclo de fuerte inversión observado durante el superciclo de materias primas de la década de 2000, era natural una fase de ajuste y desaceleración del gasto de capital. Sin embargo, esta falta de inversión ha sentado las bases para desequilibrios de oferta que podrían alimentar el próximo gran ciclo alcista.

Long Term Commodity Cycles

(10yr Moving Average: y/y return of Commodities Index)



Commodities - Cross Correlations



Configuración de un nuevo superciclo: Todo apunta a que las materias primas han entrado en un nuevo superciclo estructural. Tras finalizar el mercado bajista cíclico de 2022-2024, se estaría iniciando una nueva fase alcista respaldada por fuerzas de largo plazo como la insuficiente inversión en la oferta, los impulsores estructurales de la demanda —electrificación, transición energética, inteligencia artificial, robótica y nuevas infraestructuras— y un entorno geopolítico más fragmentado. Este escenario refuerza tanto el atractivo inversor del sector como los riesgos alcistas para la inflación.

Al mismo tiempo, el ciclo parece encontrarse aún en una etapa temprana. Pese al fuerte desempeño de metales como el oro y la plata, el repunte sigue siendo limitado y las correlaciones entre materias primas permanecen bajas, lo que sugiere que todavía no se ha producido la participación masiva característica de las fases finales de los grandes mercados alcistas.