

# Outlook & Convictions

Banca privada #16



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

# Outlook & Convictions

Banca privada #16



<b>Editorial</b>	<b>6</b>
por <b>Nicolas Bickel, CFA</b>	6
<b>Macroeconomía</b>	<b>11</b>
por <b>la Dra. Mathilde Lemoine</b>	12
De la energía a la economía mundial: la onda expansiva de la guerra en Oriente Medio se propaga	
<b>Materias primas</b>	<b>19</b>
por <b>el Dr. Manuel Maleki</b>	20
El estrecho de Ormuz: del impacto logístico a la posible vuelta de los ciclos alcistas	
<b>Renta variable</b>	<b>27</b>
por <b>Hervé Prettre</b>	28
Un conflicto geopolítico que cambia las reglas del juego	
por <b>Anthony Toupin</b>	32
Inteligencia artificial y software: ¿riesgo de disrupción profunda o exceso de mercado?	
por <b>Hervé Prettre</b>	38
Invertir en periodos de conflicto	
<b>Dossier Especial</b>	<b>43</b>
por <b>Nadjat Hamrouni, CFA, y Darius Bakhtari</b>	44
Consumo de las generaciones más jóvenes: mitos y realidades de las tendencias	
<b>Renta fija</b>	<b>53</b>
por <b>Guilhem Savry</b>	54
Tipos de la deuda pública más elevados durante más tiempo,	
por <b>Lisa Turk y Rami Boustany</b>	58
Bonos corporativos emergentes: fundamentales sólidos a pesar de la incertidumbre en Oriente Medio	
<b>Deuda privada</b>	<b>63</b>
por <b>Alexander De Bruin y Guilhem Savry</b>	64
Mercado de deuda privada: sólido crecimiento en fechas recientes	
<b>Mercado de divisas</b>	<b>69</b>
por <b>Jean-Marc Guillot</b>	70
Mercados de divisas: guerra, inflación y crisis económica	



## Editorial



por Nicolas Bickel, CFA  
Group Head of Investment  
Private Banking & CIO

El año 2026 comenzó con tendencias muy diferentes en los distintos lados del Atlántico. Mientras que el índice S&P 500 cerró a finales de febrero casi donde había comenzado el mes anterior, el Euro Stoxx 600 avanzó un 7% y los mercados emergentes se anotaron un alza de más del doble. Las diez mayores capitalizaciones, que habían representado más de dos tercios de la contribución a la rentabilidad del índice estrella estadounidense en 2025, iniciaron el nuevo año a la baja, mientras que sus homólogas europeas registraron una excelente rentabilidad en los primeros meses, tras haber obtenido una rentabilidad inferior a su índice de referencia el año pasado. El oro continuó su progresión, con una ganancia del 22% en apenas dos meses, a pesar de haber registrado una caída histórica de más del 20% a finales de enero. Los tipos de la deuda pública estadounidense a 10 años descendieron a su mínimo desde septiembre de 2024, y los rendimientos alemanes cayeron 20 puntos básicos. Esta situación se produjo en un contexto de continuación del debilitamiento del dólar, que se situó en 1,18 frente al euro el 27 de febrero. Los mercados se posicionaron en previsión de una rotación cíclica, con una economía mundial resiliente y bajadas de tipos, sobre todo en Estados Unidos.

A finales de febrero, el inicio del conflicto entre Estados Unidos e Israel e Irán alteró el orden mundial, los mercados financieros y los flujos comerciales marítimos, con el bloqueo del estrecho de Ormuz por parte de Teherán. La situación en Oriente Medio pasó a ser entonces la principal brújula de los inversores y dictó la mayor parte de las fluctuaciones del mercado, ya que casi todas las clases de activos se vieron afectadas en distintos grados. Los mercados de renta variable reaccionaron con mayor o menor intensidad, en función de la dependencia de determinadas zonas geográficas a los hidrocarburos y otros productos derivados directamente afectados por el cierre del estrecho de Ormuz. Este último, verdadera encrucijada comercial mundial, registra el tránsito, en situaciones normales, de alrededor

del 20% de la oferta mundial de petróleo, pero también de una parte importante del gas natural licuado, así como otros productos esenciales para numerosos sectores como el aluminio, el nitrógeno o el helio.

Asia es la región que más está acusando este impacto, seguida de Europa. Por consiguiente, sus respectivos mercados de renta variable se corrigieron con rapidez, aunque sin entrar en un *mercado bajista*<sup>1</sup>. Los activos refugio tradicionales no resultaron de gran ayuda durante la caída, ya que el oro también cayó drásticamente, sobre todo debido a las importantes ventas destinadas a suministrar dólares a las economías que deseaban garantizar sus compras de hidrocarburos, cuyos precios protagonizaron una subida evidente al inicio del conflicto.

Las previsiones de bajadas de tipos de los bancos centrales se revisaron en gran medida, y los mercados prevén ahora subidas importantes en la práctica totalidad de las regiones tras el conflicto. Estos movimientos se deben al temor a un repunte de la inflación subyacente y a un cambio de política monetaria de los bancos centrales, lo que podría provocar la ralentización del crecimiento mundial y las consiguientes sorpresas negativas sobre las expectativas de beneficios de las empresas. Los tipos de la deuda pública volvieron a subir en todas las regiones y los spreads de crédito de las empresas aumentaron, especialmente en los segmentos de menor calidad, tras meses de compresión casi ininterrumpida.

Al mismo tiempo, las valoraciones de los mercados de renta variable se desplomaron. Si bien la magnitud de la corrección representó la mitad de la observada en abril de 2025 (tras el anuncio de los aranceles por parte de Donald Trump), la relación precio/beneficio de las acciones también disminuyó como entonces, es decir, cerca del 19% en Estados Unidos. A principios de abril, en el punto álgido de la corrección de los mercados, las valoraciones de la renta variable del sector tecnológico estadounidense volvieron a situarse incluso por debajo de las observadas antes del lanzamiento de ChatGPT, aunque los directivos de estas empresas siguen comprando cantidades importantes de sus propias acciones.

Esto se debe principalmente a unos beneficios por acción que siguen subiendo gracias a los sólidos resultados del cuarto trimestre de 2025. Para 2026, el consenso sigue apuntando a un crecimiento del +16% en Estados Unidos y del +10% en Europa, es decir, un 7% y un +2,2% por encima de la media histórica de los últimos diez años. Por lo tanto, el riesgo de decepción continúa siendo nada desdeñable, ya que las expectativas son elevadas a ambos lados del Atlántico.

Durante esta fase del conflicto, la mayoría de los actores del mercado han reconstituido algunas reservas de liquidez reduciendo el riesgo de las carteras y los fondos especulativos (*hedge funds*) redujeron masivamente su exposición a la renta variable. Así, a principios de abril, los inversores estaban menos expuestos a la renta variable, lo que aumentó el riesgo de que algunos estuvieran infraponderados y se perdieran los importantes repuntes que se producen muy a menudo tras la resolución de este tipo de conflicto.

<sup>1</sup> Un *mercado bajista* (*bear market*) designa una fase sostenida de retroceso marcado de los precios de los activos financieros de al menos el 20%, acompañada por un elevado pesimismo de los inversores, a menudo en un contexto económico desfavorable. Es lo opuesto a un *mercado alcista* (*bull market*).

De este modo, el anuncio de un alto el fuego el pasado 7 de abril impulsó lógicamente al alza la renta variable y el oro, y en apenas diez días el mercado recuperó la totalidad de la caída observada desde el inicio del conflicto gracias al rápido regreso del optimismo sobre un acuerdo entre Irán y EE. UU. Los tipos y los *diferenciales*<sup>2</sup> de crédito se relajaron ligeramente, el dólar cayó y el precio del petróleo descendió más de un 15%, su mayor caída desde abril de 2020, en el inicio de la epidemia de COVID-19.

Este repunte masivo de los mercados de renta variable, que permitió que varios índices recuperasen sus máximos históricos, sugiere que los inversores están estimando en esta fase que el impacto del conflicto, la subida de los precios de la energía y las presiones inflacionistas deberían ejercer un efecto limitado en el crecimiento mundial y en la capacidad de las empresas para aumentar sus beneficios, a pesar de que los indicadores de confianza de los consumidores han registrado un importante descenso, sobre todo en Estados Unidos.

Más allá de los riesgos a corto plazo vinculados al conflicto de Oriente Medio, su duración y la transformación potencialmente importante de los flujos mundiales a largo plazo es lo que puede modificar las valoraciones de los mercados. En efecto, la recuperación normal de los flujos comerciales en el estrecho de Ormuz y la reconstitución de las reservas de petróleo en los niveles anteriores al conflicto podrían tardar meses aunque se produzca una desescalada y amenazar la combinación favorable de crecimiento sólido e inflación contenida que apuntalaba a los mercados a principios de año. El riesgo de un aumento de la inflación, de un ajuste más restrictivo de las políticas monetarias y de una nueva ralentización del crecimiento mundial siguen presentes y determinarán en el futuro a los ganadores y perdedores de este posible cambio de régimen económico. En esta fase, los últimos datos de inflación han demostrado un impacto significativo del alza de los precios de la energía, que representa la mayor parte del aumento. En cambio, por el momento, la inflación subyacente apenas se ha visto afectada, por lo que los datos de los próximos meses resultarán determinantes.

Este conflicto ha hecho las veces, una vez más, de recordatorio para los participantes en los mercados financieros, revelando, como en el caso de la pandemia y las disrupciones en las cadenas de suministro, que la economía globalizada, la fluidez del comercio y el suministro de energía dependen de unos pocos puntos de cruce estratégicos en todo el mundo que, en caso de tensiones o bloqueos, pueden provocar que la economía mundial entre en recesión. Con el aumento de las incertidumbres y las tensiones geopolíticas, los movimientos de relocalización y de aseguramiento del abastecimiento de energía, materiales estratégicos, bienes de primera necesidad, medicamentos, etc. no pueden sino seguir acelerándose.

<sup>2</sup> Un diferencial (*spread*) es la diferencia entre dos precios o dos tipos de interés.



A más largo plazo, quedan muchas cuestiones por resolver. ¿Qué efecto tendrá este conflicto en la prima de riesgo asignada a los precios de la energía y qué repercusiones tendrá en el crecimiento económico en los próximos años? Los altos costes relacionados con el conflicto inevitablemente afectarán al déficit de Estados Unidos, que debería alcanzar el 7% de su PIB y contribuir al aumento de su deuda. ¿Seguirán los tipos de la deuda pública en niveles elevados durante más tiempo a pesar de la desescalada? ¿Tendrán que cambiar los bancos centrales de todo el mundo la dirección de las políticas monetarias para hacer frente a la inflación? ¿Cuál será el impacto en los beneficios de las empresas? ¿Revisarán estas sus previsiones a pesar de la disminución de las tensiones? ¿Se verán los fundamentales de la deuda corporativa emergente afectados de forma duradera por las tensiones en Oriente Medio?

Más allá de este conflicto, existen otros problemas relacionados con los ámbitos de la inteligencia artificial (IA) o del crédito privado que también perturbaron los mercados. ¿Están justificados los temores sobre la capacidad de monetización de las enormes inversiones en IA? ¿Es real el riesgo de disrupción de otros sectores? ¿Resulta probable que los recientes incumplimientos en la deuda privada y las decisiones de algunos emisores de fondos de bloquear los reembolsos de inversores provoquen un contagio a otros segmentos del crédito y desencadenen otra crisis financiera?

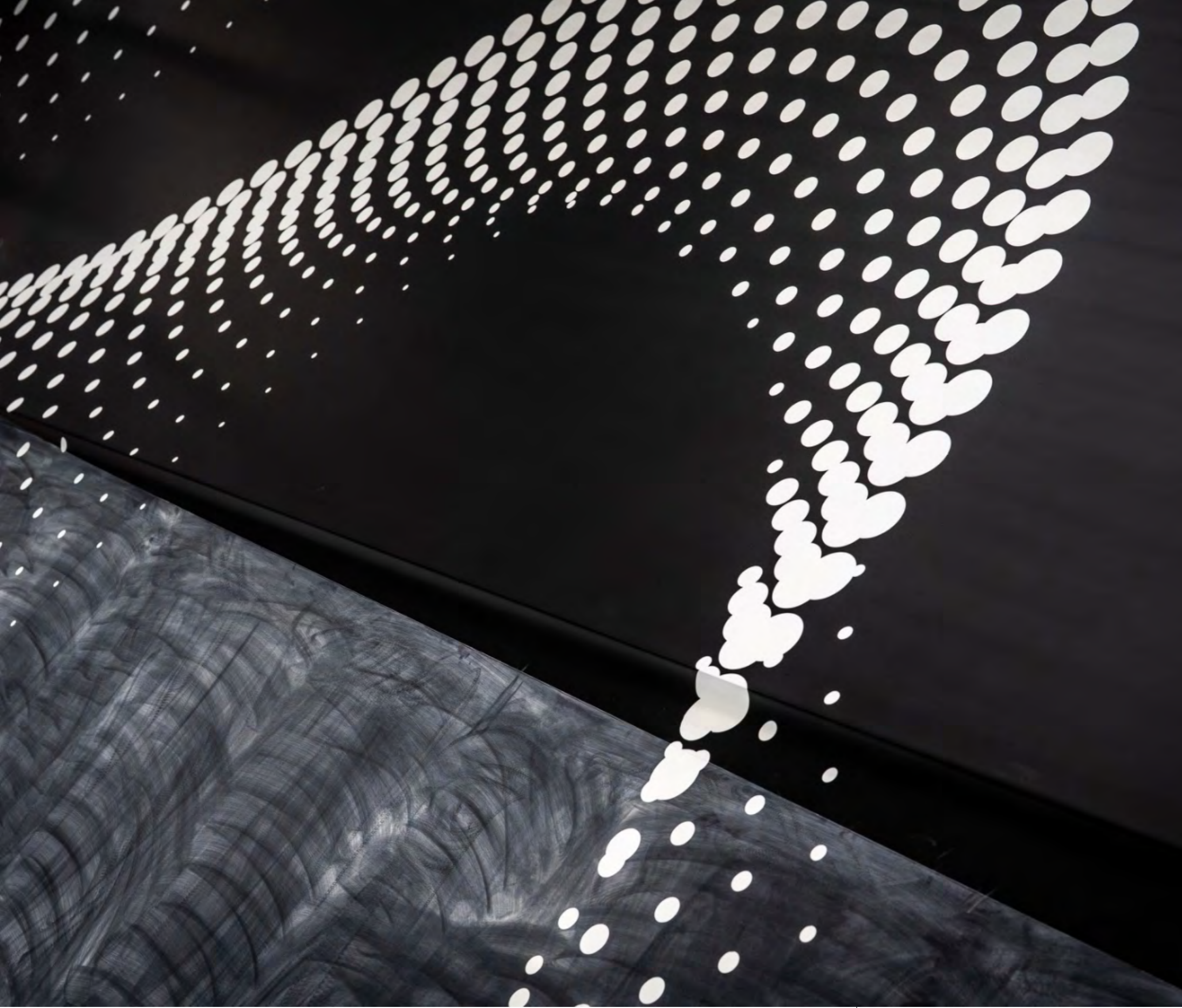
Nuestros expertos proponen posibles respuestas en esta nueva edición de Outlook & Convictions, al tiempo que comparten nuestras perspectivas para los próximos meses en los mercados financieros.

En este periodo de gran volatilidad y tensiones geopolíticas, abordaremos la cuestión de la inversión en tiempos de conflicto, en particular las consecuencias tecnológicas a largo plazo, como el uso intensivo de drones y el desarrollo de nuevos medios de interceptación. Asimismo, dedicamos un artículo especial a los cambios en los hábitos de consumo de las nuevas generaciones y a su impacto en los diferentes sectores de la economía.

Les deseamos una excelente lectura y esperamos que esta nueva edición nutra sus reflexiones de inversión.



Nuestras perspectivas en vídeo



Gitana 18, Maxi Edmond de Rothschild, Lorient

# Macroeconomía



# De la energía a la economía mundial: la onda expansiva de la guerra en Oriente Medio se propaga

**Dra. Mathilde Lemoine**

Group Chief Economist Edmond de Rothschild

La guerra entre Irán, Estados Unidos e Israel ha provocado una nueva crisis energética, pero también perturbaciones en las cadenas de valor, dificultades e interrupciones en el suministro. Por tanto, las consecuencias de esta guerra son muy amplias y van más allá del mero aumento del precio del petróleo, el gas y los fertilizantes. Se han producido numerosas interrupciones en la producción. Algunas plantas petroquímicas en Taiwán, Corea y Japón han comunicado una disminución en su producción. Los fletes se han ralentizado o incluso se han paralizado en algunas regiones, y el aumento del precio del gas, utilizado en Asia también para la calefacción y en los restaurantes, lastra el consumo y la actividad del ocio. La actividad económica de los países del Golfo se ha ralentizado. Otro hecho preocupante es que la demanda de petróleo disminuyó un tercio en lo que va de 2026.

**Así pues, nos enfrentamos a un envite en la oferta de carácter recesivo.** Esta conmoción genera un aumento de los costes marginales y una contracción de la oferta agregada, lo que simultáneamente provoca una aceleración de la inflación y una caída de la producción a través del deterioro de los ingresos reales, efectos desfavorables en las relaciones comerciales, costosas reasignaciones sectoriales y un aumento de la incertidumbre en la inversión.

En consecuencia, incluso si los flujos que transitan por el estrecho de Ormuz se reactivaran antes del verano, la desaceleración mundial podría ser más pronunciada de lo que preveíamos hasta ahora. **Esta es nuestra hipótesis de referencia en este momento.**

Una mayor duración de la guerra podría dar lugar a un contagio del aumento de los precios a otros bienes y materias primas distintos de los que se ven directamente influidos por la guerra en Oriente Medio. De este modo, podríamos pasar a una **hipótesis de «crisis inflacionista»**. Para garantizar el anclaje de las previsiones de inflación y limitar el efecto de una segunda vuelta, los bancos centrales se verían obligados a iniciar un nuevo ciclo de subida de tipos. El endurecimiento monetario podría ser más pronunciado en la zona euro, ya que, por un lado, la ponderación de la energía y los alimentos en el índice de precios al consumo es un 40% superior en la zona euro que en Estados Unidos. Por el otro, la transmisión del aumento de los precios de las materias primas a la inflación subyacente es más elevada. Por último, una mayor proporción de los salarios está indexada a la inflación. Sin embargo, a diferencia de 2022, las transferencias directas a los hogares serían

menos importantes, lo que limitaría la magnitud del efecto de una segunda vuelta sobre la inflación y los salarios. Esta **hipótesis de «crisis inflacionista»** generaría una recesión parcial.

Nuestra tercera **hipótesis «recesiva»** es el de **«estancamiento»**. Esto implicaría la destrucción permanente de la capacidad de producción de petróleo y gas, que podría alcanzar el 20% de la capacidad de Oriente Medio. La recesión sería mundial y no ya localizada en los países más frágiles. Además, los bancos centrales deberían hacer frente al efecto de una segunda vuelta del alza de los precios de la energía en el resto de la economía y a una caída de la demanda agregada. El resultado sería un alza de los tipos a corto plazo, sin una reversión de la curva de tipos debido a una prima a plazo elevada. **A la perturbación de la oferta se añadiría una crisis financiera.**

**Gráfico 1 - Impacto recesivo de la guerra de Oriente Medio a partir de 2026**

En la hipótesis de recesión parcial, los efectos serían más visibles en 2027 en la economía real.

2026	Escenario central <i>Mejor hipótesis</i>		Escenario inflacionista <i>Recesión parcial</i>		Escenario de estancamiento <i>Recesión mundial</i>	
	PIB	Inflación	PIB	Inflación	PIB	Inflación
Mundo	2,6	3,7	2,0	4,7	1,3	5,6
Estados Unidos	1,9	3,4	1,3	3,8	0,5	4,4
Zona del euro	0,5	3,1	0	4,1	-0,5	5,1
Suiza	1	0,8	0,7	1,1	-0,1	1,6
China	4,8	0,7	4,6	1	4,5	1,3
Japón	0,8	2,5	0,5	3,1	-0,1	4,2
India	5,8	5,1	5,2	6,2	4,3	7,1
Brasil	2,1	4	1,6	4,2	0,8	4,6

Cálculos: Edmond de Rothschild Economic Research

## Asia hace frente a un episodio de escasez

Los países asiáticos se ven especialmente afectados por el cierre casi total del estrecho de Ormuz, ya que reciben el 89% del petróleo crudo y los productos petrolíferos y el 86% del gas natural licuado (GNL) que transitan por él. Más del 90% del GNL importado por Pakistán procede de Catar y los Emiratos Árabes Unidos, en comparación con aproximadamente el 60% de la India y Bangladesh y el 35% de China y Taiwán. No obstante, los países asiáticos se sitúan entre los más dependientes del gas y el petróleo. Tailandia, Corea, Taiwán, Filipinas, Japón y Vietnam son los más vulnerables.

Además, Oriente Medio es un proveedor clave de recursos para las grandes economías emergentes. La India, Australia y Sudáfrica cuentan con los países del Golfo como proveedores de fertilizantes. En el caso de la India, casi una cuarta parte de las importaciones de productos minerales (azufre, yesos, cal, cementos) y aproximadamente una quinta parte de las compras de fertilizantes y metales preciosos se ven afectadas. Japón está expuesto sobre todo a través de sus importaciones de aluminio, mientras que Turquía depende en gran medida de sus importaciones de metales preciosos desde los Emiratos Árabes Unidos. Así, más allá de las subidas de precios, la guerra en Oriente Medio y el bloqueo casi total del estrecho de Ormuz ya han provocado cierres de plantas de producción.

Por último, las cadenas de valor se están desestabilizando debido al aumento de los costes de transporte y a la reducción de la capacidad de producción. En paralelo, el aumento de la incertidumbre genera un aplazamiento de las inversiones, fuente de importaciones. Por partida doble, el comercio mundial debería ralentizarse más de lo previsto. Para limitar el aumento de los precios de la energía, varios países asiáticos han introducido subvenciones. Aunque otros, como Indonesia, han anunciado medidas de racionamiento para controlar sus costes presupuestarios a partir del 1 de abril, esta precipitación aumenta las necesidades de financiación de los países emergentes en un contexto de «superciclo de inversión». El endeudamiento se suma a la caída de la actividad, como sucedió en la zona euro en la crisis energética de 2022.

#### ¿Es la crisis energética la gota que colma el vaso para Europa?

Los Estados miembros de la zona del euro, aún debilitados, están acusando de lleno la subida de los precios del gas, el petróleo y los fertilizantes. Del mismo modo que en 2022, este nuevo aumento del precio de las materias primas podría destruir la capacidad de producción. A finales de 2025, la producción industrial de la zona euro era un 3% inferior a su nivel de 2022, mientras que en Estados Unidos era casi un 1% superior, en Brasil un 4%, en Corea del Sur un 5%, en Suiza un 6% y en China un 17%. Tal como habíamos anticipado, los sectores más dependientes del gas, como la química, la agroalimentación y los metales, registraron importantes contracciones, como fue el caso de la edición, el papel, los muebles y la electricidad. Al mismo tiempo, las empresas industriales han aumentado sus importaciones de bienes intermedios que antes se producían en Europa.

Además, la elección de los gobiernos de subvencionar a los consumidores para limitar el precio de compra de energía ha deteriorado de forma considerable las finanzas públicas europeas, en particular en Francia, donde se ha dado gran prioridad al apoyo a los hogares. Las subvenciones a los precios de la energía habrían alcanzado los 600.000 millones de EUR en el conjunto de países de la Unión Europea.



El nuevo aumento de los precios del petróleo y del gas europeo de casi el 60% se produce en el siguiente contexto:

- Una actividad económica en fase de ralentización (el *output gap*, o brecha de producción, de la zona euro es negativo).
- Unas capacidades de producción industrial destruidas.
- Una baja productividad.
- Un deterioro de las finanzas públicas a raíz de las subvenciones de los precios de la energía.

Por último, pero no menos importante, los tipos a largo plazo europeos aumentaron más que los tipos a largo plazo estadounidenses con el estallido de la guerra de Oriente Medio. A finales de marzo, los tipos franceses de deuda pública a 10 años eran del 3,8% —los estadounidenses eran del 4,4%—, mientras que el crecimiento nominal es incomparablemente más débil. Esto significa que los tipos reales a largo plazo europeos se sitúan en un nivel especialmente recesivo.

#### Los tipos a 10 años siguen siendo nuestro elemento de alerta

Hemos entrado en un superciclo de inversión. A las necesidades de inversión para las transiciones digital y energética se han sumado las impuestas por las nuevas políticas económicas de soberanía y defensa. Las emisiones de títulos de deuda pública de la OCDE<sup>1</sup> deberían aumentar hasta 18 billones en 2026, es decir, el 85% del PIB (frente al 39% en 2007). Por su parte, las emisiones brutas de bonos corporativos podrían superar los 7 billones de dólares.

Sin embargo, los ya elevados porcentajes de endeudamiento público siguieron aumentando a raíz de la guerra de Oriente Medio, en particular en la zona euro, donde los riesgos inflacionistas son mayores. Este nivel no refleja una previsión de sobrecalentamiento, sino una revalorización del riesgo macroeconómico mundial. La transición de un sistema mundial organizado en torno a la globalización a un sistema de «rivalidades de poder» ha aumentado la incertidumbre. La prima a plazo, que es la remuneración adicional que se exige para prestar dinero a largo plazo en lugar de a corto, es mayor. Además, los bancos centrales redujeron su presencia en los mercados de renta fija. **El coste del tiempo, del riesgo y de la incertidumbre se ha consolidado de nuevo.**

Por último, los bancos centrales están ahora más atentos a los riesgos inflacionistas. El cambio de tono fue notable y se reforzaron las previsiones de endurecimiento monetario. La duración de la guerra podría aumentar aún más la prima a plazo, así como las probabilidades de subida de los tipos cortos.

<sup>1</sup> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico



Seguimos anticipando una subida de los tipos largos más marcada en la zona euro debido a las previsiones de subidas de los tipos cortos y a una prima de riesgo superior. Esto podría dar lugar a un movimiento contrario al que se observó en el mercado de divisas cuando inició la guerra en Oriente Medio. El euro podría revalorizarse frente al dólar, aunque este último se ha beneficiado de su condición de valor refugio. Los importadores netos de energía podrían asistir a una estabilización de su moneda o incluso una apreciación si sus bancos centrales aumentaran considerablemente sus tipos para contrarrestar el riesgo inflacionista.

El nivel de los tipos largos debería seguir siendo un factor bajista para la actividad económica, aunque la aceleración de la inflación redujera los tipos reales.

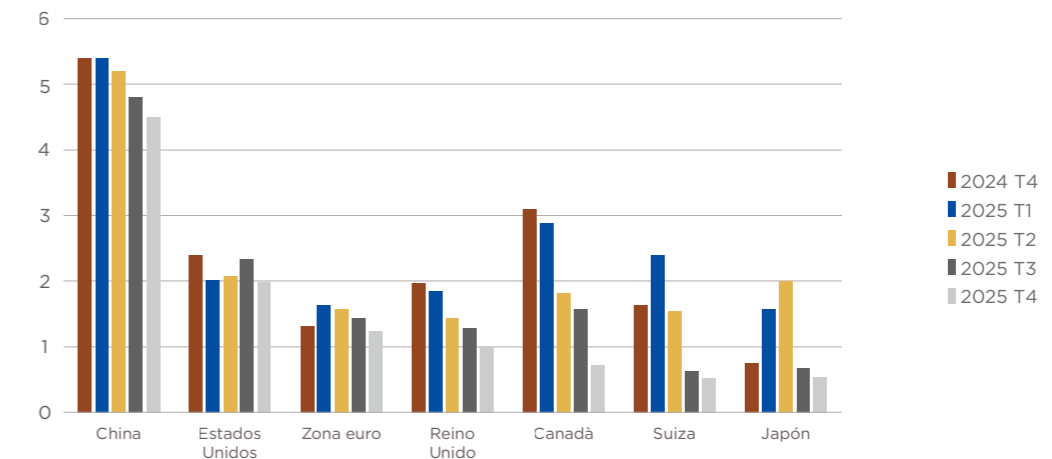
**Unas perspectivas de crecimiento deterioradas a pesar del superciclo de inversión**

La guerra en Oriente Medio ya está ejerciendo un impacto negativo en el crecimiento económico mundial. Este impacto es tanto más rápido y marcado cuanto que las interrupciones del suministro y las medidas de racionamiento son numerosas. Si bien la contribución del 3,5% de Oriente Medio al crecimiento mundial es relativamente reducida, los efectos en cascada sobre las cadenas de producción se multiplican. Además, la inestabilidad resultante de la política arancelaria estadounidense se vio reforzada por la anulación por parte del Tribunal Supremo de Estados Unidos de los «aranceles recíprocos» establecidos por la Administración Trump, alegando que esa facultad debía someterse a votación en el Congreso.

**Por tanto, seguimos previendo una ralentización del crecimiento mundial en 2026, pero más marcada.** En este punto, nuestra hipótesis de referencia es que la duración de la guerra no sería suficiente para generar un efecto de segunda vuelta inflacionista. La actividad económica seguiría estando sujeta a factores bajistas, como los efectos negativos de las medidas proteccionistas, la persistente incertidumbre y el elevado nivel de los tipos a largo plazo nominales y reales, al tiempo que se ve respaldada por el superciclo de inversiones estructurales impulsado por los objetivos de soberanía y la inteligencia artificial.

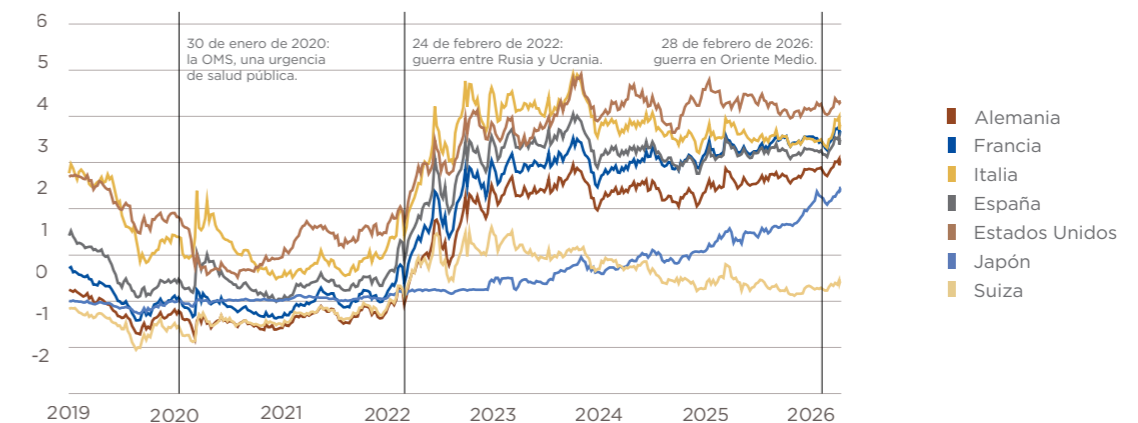
**Con la guerra en Oriente Medio, el reto financiero es aún más importante:** garantizar un nivel de inversión elevado cuando la prima a plazo es alta y los bancos centrales están preocupados por el riesgo inflacionista. La clave sigue siendo el anclaje de las expectativas de inflación. La crisis energética de 2022 confirmó su solidez. No obstante, la magnitud del déficit presupuestario de EE. UU., la multiplicación de las subvenciones a los precios de la energía en los países asiáticos, que deteriorará su situación presupuestaria, y las posibles reverberaciones de la elevada inflación de 2021-2023 en las expectativas de los hogares podrían ejercer efectos persistentes en la confianza. Una certeza: el trabajo de los bancos centrales será más complicado.

**Gráfico 1 - La guerra en Oriente Medio podría acentuar la ralentización mundial**  
Crecimiento del PIB en volumen, variaciones anuales



Fuentes nacionales, Edmond de Rothschild Economic Research

**Gráfico 2 - El elevado nivel de los tipos a 10 años, reales y nominales, obstaculiza a los bancos centrales y la financiación del «superciclo» de inversión.**  
Rendimiento de la deuda pública a 10 años, en %



Refinitiv, Edmond de Rothschild Economic Research



Cubas de acero inoxidable, Château Clarke, Lustrac-Médoc, Francia.

*Materias primas*

# Estrecho de Ormuz: desde el impacto logístico al posible regreso de los ciclos alcistas

**Dr. Manuel Maleki**  
Senior Economist US & Commodities

El bloqueo del estrecho de Ormuz se interpretó como un impacto inmediato. La lectura dominante se concentra en la subida de los precios, la tensión en los flujos y el incremento de la volatilidad. Este enfoque, si bien pertinente, sigue siendo parcial. Capta el momento, pero ignora la dinámica. En efecto, el reto real no reside únicamente en la conmoción a corto plazo, sino en la posibilidad de que tal acontecimiento reactive una lógica más profunda, la de los ciclos, y en particular la de un posible regreso a una fase alcista de las materias primas.

## Un impacto mal interpretado

La historia de los mercados de materias primas muestra que los ciclos no solo surgen de desequilibrios cuantitativos, sino de rupturas en la percepción de la continuidad del sistema. Los impactos en el mercado del petróleo de la década de 1970 transformaron profundamente la estructura del mercado modificando de forma duradera las previsiones de oferta. Más recientemente, en la fase 2020-2022, marcada por la pandemia del COVID-19 y posteriormente por la guerra en Ucrania, recordó que las cadenas logísticas y energéticas pueden pasar a ser importantes vectores de inestabilidad macroeconómica. En este contexto, **el estrecho de Ormuz ocupa un lugar singular. No se trata solo de un punto de paso, sino de un nudo crítico de sincronización de los flujos mundiales** (para más detalles, véase el análisis de Steen Wettstein en el Flash Commerce Mondial de marzo de 2026: “*Guerra de Oriente Medio: el estrecho de Ormuz, bloqueado*”).

## El corto plazo: un impacto de fluidez más que de volumen

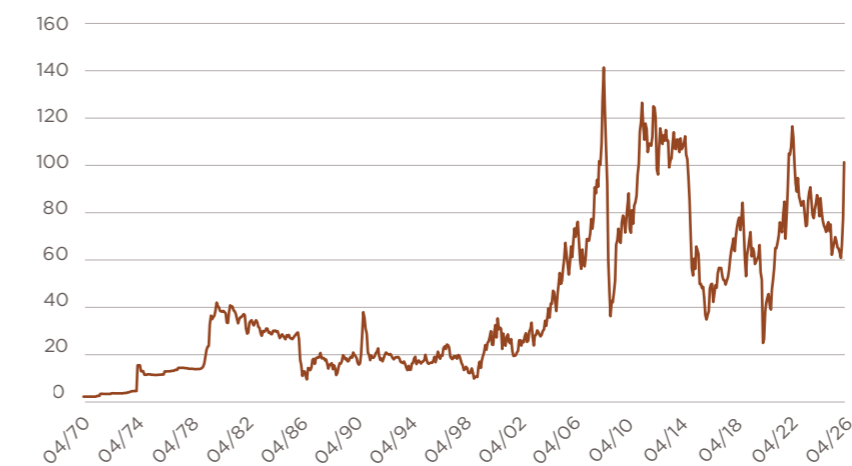
A corto plazo, el efecto del bloqueo de Ormuz es paradójico. El mercado reacciona con violencia, pero esta reacción no refleja necesariamente una escasez inmediata. Sin embargo, los grandes pedidos miden el riesgo. En tiempos normales, entre 20 y 21 millones de barriles diarios (mb/d) transitan por este estrecho, lo que representa cerca del 20% del consumo mundial y alrededor de un tercio del comercio marítimo de petróleo. A esto se suman alrededor de 5 mb/d de productos refinados, así como cerca del 20% del comercio mundial de gas natural licuado (GNL), principalmente procedente de Catar, el mayor exportador mundial de este combustible. Pero estos volúmenes, por impresionantes que sean, no constituyen el núcleo del problema. Lo que se ve afectado en primer lugar no es el nivel mundial de existencias, sino la capacidad del sistema para funcionar de manera fluida. Dado que la llegada de los fletes ya no está garantizada, los costes de transporte se disparan.

Este fenómeno ya se ha observado en otras ocasiones en el pasado. En 2019, el ataque a las instalaciones de Abqaiq en Arabia Saudí retiró



temporalmente cerca de 5,7 mb/d, es decir, aproximadamente el 6% de la oferta mundial. El precio del Brent aumentó casi un 20% en una sola sesión. Sin embargo, la corrección fue rápida, ya que el mercado estaba convencido de que la capacidad de producción se recuperaría rápidamente. En cambio, los envites de los años 1973 y 1979 no solo redujeron la oferta, sino que alteraron profundamente la percepción de su futura disponibilidad, lo que desencadenó un ciclo alcista sostenido. En este contexto, el precio no refleja únicamente una escasez, sino que pasa a ser el precio de la continuidad. Cuando esta desaparece, la prima de riesgo prevalece.

**Gráfico 1 - Precio del petróleo Brent, en dólares por barril**



Edmond de Rothschild, Refinitiv

## El medio plazo: la propagación sistémica

Si la perturbación se prolonga, el impacto cambia de naturaleza. Deja de ser logístico para pasar a ser sistémico. Los efectos se difunden progresivamente por el conjunto de la economía real. Este mecanismo se basa en un punto neurálgico: la energía se sitúa en el epicentro de las cadenas de producción.

**El gas natural**, en particular, desempeña un papel fundamental y no solo se utiliza para producir electricidad, sino que constituye el input fundamental de la química industrial. Alrededor del 70% del coste de producción de los abonos nitrogenados depende del gas. La producción mundial de amoníaco supera los 180 millones de toneladas anuales, una parte significativa de las cuales procede del Golfo. Estos flujos transitan en gran medida por el estrecho de Ormuz. El precedente de 2021-2022 resulta esclarecedor. El aumento de los precios del gas en Europa provocó una interrupción parcial de la capacidad de producción de fertilizantes, lo que provocó una multiplicación por más de dos de los precios en algunas regiones. El impacto en la energía se trasladó a la agricultura y luego derivó en inflación alimentaria. Pero esta propagación no se limita a los fertilizantes.



**El aluminio**, por ejemplo, actúa como una forma condensada de energía. Su producción requiere de 14 a 15 megavatios-hora (MWh) por tonelada, lo que lo convierte en uno de los metales con más necesidad de electricidad. Una subida sostenida de los precios de la energía se traduce, por tanto, en cierres de capacidades, como se observó en Europa en 2022. Una perturbación en el estrecho de Ormuz, al afectar los flujos energéticos, repercute indirectamente en la oferta mundial de aluminio, más allá de la producción de Bahrein, y tiene consecuencias para otras industrias.

**El helio** ilustra otra dimensión del sistema. Obtenido como subproducto del gas natural, es extremadamente concentrado en términos geográficos. El mercado mundial del helio, estimado en unos 6.000 millones de USD, está estructuralmente tensionado, y Catar proporciona aproximadamente una cuarta parte de la producción mundial. Durante la crisis del Golfo de 2017, el cierre de las carreteras logísticas provocó una interrupción brutal de las exportaciones catarís, lo que provocó una escasez inmediata en algunos mercados. Sin embargo, el helio es un recurso crítico, escaso y difícilmente sustituible. En particular, resulta indispensable para la obtención de imágenes médicas y la industria de los semiconductores. El envite no siempre se traduce en una inflación generalizada, sino en rupturas localizadas con un importante impacto tecnológico.

**Por último, el nitrógeno** constituye el vínculo más directo con la seguridad alimentaria. La dependencia al gas natural del proceso Haber-Bosch implica que cualquier perturbación energética se transmite automáticamente a los costes agrícolas. Esta conexión directa entre energía y alimentación es uno de los canales más potentes de propagación de un impacto en el estrecho de Ormuz. La situación no es una acumulación de mercados, sino una arquitectura de dependencia cruzada.

Gráfico 2 - Precio del gas europeo, en euros por megavatio hora



Edmond de Rothschild, Refinitiv

#### El largo plazo: ¿nos dirigimos hacia un nuevo régimen de mercado?

En esta fase es cuando se plantea realmente la cuestión del ciclo. **No todos los impactos producen ciclos alcistas sostenidos. La historia demuestra que solo aquellos que modifican las expectativas de oferta, inversión y seguridad energética producen cambios de ciclo.** La década de 2000 estuvo marcada por un superciclo impulsado por la demanda china. En 2010 se dio un ajuste vinculado a la expansión del petróleo de esquisto estadounidense. En la actualidad, el sistema parece adentrarse en una configuración diferente. La inversión insuficiente en la extracción de energía, estimada en varios cientos de miles de millones de dólares en la última década, limita la capacidad de ajuste de la oferta. La transición energética genera nuevas tensiones en algunos metales. La fragmentación geopolítica complica las cadenas de suministro y, en este contexto, Ormuz actúa como un elemento revelador que no genera estas tensiones, pero las hace visibles y las acelera. Por tanto, la cuestión no es si el bloqueo provoca una subida de los precios, sino saber si modifica de forma duradera las previsiones.

#### Riesgo de confundir punto álgido y ciclo

El principal riesgo de análisis es la confusión entre un punto álgido de tensión y un cambio de régimen. La diferencia puede parecer teórica, pero en realidad es determinante. Un punto álgido es una reacción violenta a un impacto identificado; un ciclo es una transformación más profunda de las expectativas, de las estructuras de costes y de los comportamientos económicos. El primero se mide en días o semanas, el segundo se inscribe en el largo plazo. La historia de las materias primas muestra que esta distinción se basa menos en la magnitud del impacto inicial que en su capacidad de propagarse.

Los envites de la década de 1970 ofrecen una ilustración esclarecedora. El precio de la energía se multiplicó varias veces en pocos años. El impacto se transmitió a todo el sistema: la inflación mundial se disparó, se produjeron tensiones sobre las materias primas industriales y los insumos agrícolas se encarecieron. El precio del trigo se duplicó entre principios y mediados de la década, los metales industriales protagonizaron importantes alzas y, sobre todo, todo el sistema productivo se reorganizó en torno a nuevos costes energéticos. No fue un impacto sectorial, sino un cambio de régimen global. En cambio, algunos episodios espectaculares se mantuvieron aislados. La crisis del Golfo de 1990 provocó una rápida subida de los precios de la energía, pero su impacto en las demás materias primas fue limitado en el tiempo. Los mercados agrícolas e industriales se normalizaron rápidamente, ya que la percepción dominante seguía siendo la de una conmoción temporal. La fluidez del sistema, si bien alterada, no corrió peligro de forma duradera.

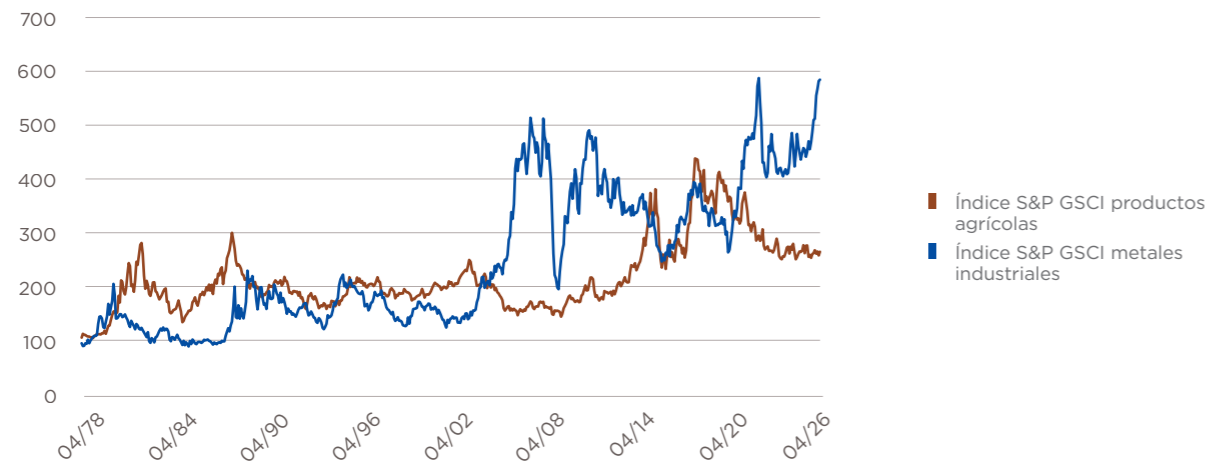
Este contraste también se ha observado en episodios más recientes. En 2008, el alza generalizada de las materias primas pudo dar la sensación de un nuevo superciclo. El petróleo, los metales y los productos agrícolas alcanzaron niveles históricamente altos. El cobre superó los 8.000 dólares por tonelada, el trigo alcanzó máximos y los índices de materias primas registraron rentabilidades excepcionales. Sin embargo, esta dinámica se revirtió drásticamente con la crisis



## MATERIAS PRIMAS

financiera. El movimiento era poderoso, pero se basaba en la demanda cíclica más que en una transformación estructural: era un punto álgido de ciclo, no un nuevo régimen.

Gráfico 3 - Índices S&P GS de materias primas, en dólares



Edmond de Rothschild, Refinitiv

En cambio, el periodo 2021-2022 presenta características diferentes. El impacto inicial, energético y logístico, se difundió al conjunto de las materias primas. El Banco Mundial estimó entonces que los precios de la energía aumentarían más del 50%, pero el elemento clave era otro: los precios no energéticos subieron alrededor del 20%, los metales industriales, un 16% y los productos agrícolas, más del 40% para cultivos como el trigo. Esta contaminación es el marcador de base de un cambio de régimen. Sobre todo, después del punto álgido, los precios no volvieron a sus niveles anteriores, sino que se estabilizaron en un nivel superior.

Este punto es esencial. **Un punto álgido de tensión produce un movimiento violento, pero transitorio. Un ciclo deja huella. Modifica de forma duradera las estructuras de costes y las estrategias de abastecimiento y de inversión.** En los metales, esto se traduce en unos plazos de apertura de nuevas capacidades que se alargan. En la agricultura, en arbitrajes de cultivos y ajustes de producción. En química, en relocalizaciones o cierres temporales de capacidades.

Los episodios más focalizados también permiten probar este patrón de interpretación. El ataque a Abqaiq en 2019 provocó un impacto inmediato, pero aislado. Los precios reaccionaron con fuerza y se corrigieron rápidamente. En cambio, las tensiones en el gas de 2021-2022 provocaron una contracción de la producción de fertilizantes y un aumento de los costes agrícolas y de los precios alimentarios mundiales. El envite inicial pasó a ser una onda sistémica.

Aquí es donde se da el criterio decisivo. **Un punto álgido se caracteriza por una intensidad elevada, pero una reducida difusión. Un ciclo, por el contrario, se reconoce por ser transversal en los mercados.** Comienza en un segmento —a menudo la energía o la logística— y luego se propaga hacia los metales, la agricultura, la química y, finalmente, hacia los precios al consumo. Por tanto, la distinción se basa menos en el nivel de los precios que en la estructura de su evolución. Mientras los mercados permanezcan segmentados, el impacto sigue siendo transitorio. Cuando se correlacionan, el régimen cambia. Así pues, la verdadera pregunta no es si los precios subirán con fuerza, porque casi siempre suben cuando se produce un impacto. La pregunta es si esta subida se difundirá y se mantendrá a lo largo del tiempo. Si los costes de producción siguen siendo más elevados de forma duradera, si las cadenas de suministro se reorganizan y si los comportamientos de inversión evolucionan, el punto álgido se convierte en ciclo.

Es precisamente este punto de inflexión lo que podría desencadenar un envite en un punto crítico como el estrecho de Ormuz. No por la amplitud inmediata de los volúmenes afectados, sino porque afectaría al mismo tiempo a los flujos energéticos, industriales y agrícolas. **Y es esta capacidad de difusión la que marca el límite entre un impacto y un nuevo régimen.**

### El estrecho de Ormuz, o el fin de la ilusión de fluidez

El bloqueo del estrecho de Ormuz no debe analizarse como una simple crisis petrolera. Se trata realmente de una prueba de la solidez del sistema económico mundial que revela que la fluidez del comercio depende de un número limitado de puntos críticos y que su perturbación puede producir efectos en cascada mucho más allá del mercado de la energía. En las materias primas, los ciclos no comienzan cuando la escasez pasa a ser visible, sino cuando la normalidad deja de ser creíble. Ormuz, en este sentido, no se reduce a un estrecho: encarna un posible punto de inflexión. Sin embargo, estos puntos de inflexión con frecuencia dan lugar al inicio de nuevos ciclos.

Por tanto, cuanto más dure el conflicto, más grande será la prima de riesgo geopolítico que tendrá que integrar el precio después del fin de la guerra. Así pues, tanto la duración como la naturaleza y la magnitud del impacto podrían marcar de forma duradera la valoración que los inversores hacen de esta prima geopolítica. El fin del conflicto podría pues traducirse en un descenso del precio del oro negro, sin que por ello vuelva al precio anterior a la crisis, debido al aumento de esta prima. No obstante, hay que tener en cuenta que cada materia prima tiene también su propia trayectoria. Por ejemplo, el precio del gas natural en Europa podría verse más afectado de forma sostenida que el de otras materias primas, dado que las existencias ya eran históricamente bajas a principios de marzo. Más allá de las férreas relaciones que unen las materias primas entre sí, también hay que tener en cuenta las especificidades propias de cada producto, que influyen en la evolución de sus precios.



Iluminación, sala de catas, Château Clarke,  
Listrac-Médoc, Francia.

Renta variable

# Un conflicto geopolítico que cambia la situación

**Hervé Prettre**  
Head of Global Investment Research

El reciente conflicto en Oriente Medio ha trastocado la situación *ex ante* de una economía mundial resiliente que se beneficiaba de los descensos de los tipos y de la dinámica de la inteligencia artificial (IA). Si bien seguimos priorizando la hipótesis de una desescalada a medio plazo y no de un conflicto a largo plazo, las consecuencias en los sectores podrían, de forma marginal, penalizar el consumo y las empresas mineras e impulsar a las petroleras y las de suministros públicos. No obstante, se espera un repunte de los títulos en el marco de una resolución del conflicto y de unos fundamentales sólidos en la renta variable.

## ¿Cuál era la situación antes del conflicto?

A principios de 2026, los mercados se habían posicionado en previsión de rotación cíclica, con una economía estadounidense resiliente impulsada por bajadas de tipos, una economía europea en repunte en un entorno de tipos estables y una mejora de la deflación china que dejaba entrever un aumento de los beneficios sumamente esperado. Las empresas de gran capitalización estaban rezagadas frente a las de pequeña capitalización, y los inversores arbitraban posiciones desde el sector tecnológico hacia los valores cíclicos más generales y desde la renta variable estadounidense hacia la europea, japonesa y de los mercados emergentes. El principal catalizador de esta dinámica —una combinación favorable de crecimiento e inflación— se ve ahora amenazado, aunque los mercados sigan esperando una resolución gradual del conflicto.

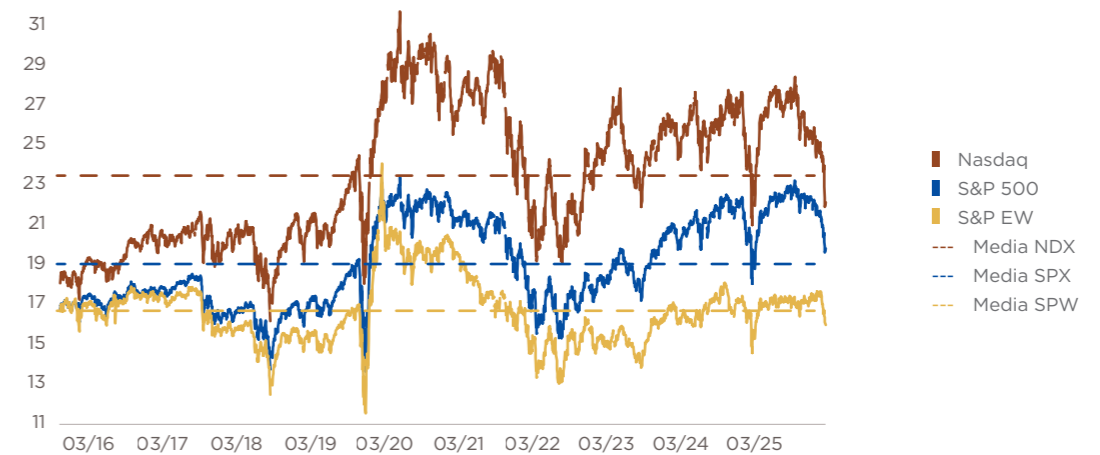
## ¿Qué cambia el conflicto?

El mes de marzo cambió la situación debido al conflicto en Oriente Medio. Lo que inicialmente se presentó como una «perturbación de corta duración» se prolonga ya desde hace varias semanas e Irán ha reforzado su posición bloqueando el estrecho de Ormuz desde las primeras semanas del conflicto. Los daños a las infraestructuras energéticas son hasta la fecha considerables: alrededor del 20% de la capacidad gasística de Catar está fuera de servicio y tardará años en repararse, cerca del 20% de los flujos mundiales de petróleo y gas se siguen viendo obstaculizados por el cierre del estrecho de Ormuz, y Kuwait, Irak, Arabia Saudí, Catar y los Emiratos Árabes Unidos han cerrado todos yacimientos de petróleo y gas, así como refinерías.



El resultado: expectativas de subidas de tipos en Europa —cuando se preveía su mantenimiento o bajadas—, revisión de las expectativas de bajadas de tipos en Estados Unidos y consecuencias para las empresas, como la disminución de las inversiones y de la producción con gran intensidad energética (química, abonos, materiales, etc.). La mayor incertidumbre también pone en tela de juicio el consumo y provoca un efecto de exclusión, ya que los gastos energéticos más elevados se hacen a expensas de aquellos destinados a otros bienes y servicios. Como resultado, los mercados corrigieron en marzo y los sectores expuestos a los costes de la energía y a los tipos de interés quedaron rezagados antes de una recuperación en abril tras el alto el fuego ya que los mercados anticipaban un estancamiento pero no una escalada adicional.

Gráfico 1 – Relación precio/beneficio prevista para 2026 del S&P 500, NDX 100 y S&P 500 de ponderación equitativa



Edmond de Rothschild, Bloomberg

## ¿Cuáles son las perspectivas para los inversores?

Como se explica más detalladamente en el artículo de la página 38, los mercados financieros históricamente comienzan a reaccionar de forma negativa al estallido de un conflicto y luego suelen estabilizarse cuando se produce una desescalada. A largo plazo, a medida que se concreta una esperanza de alto el fuego, el mercado de renta variable suele recuperar sus pérdidas. Prevemos una volatilidad bursátil a corto plazo con una rentabilidad superior de los valores defensivos, seguida de una recuperación a medio plazo impulsada por los valores cíclicos.

Dicho esto, el «mundo posterior» a este nuevo conflicto en Oriente Medio debería ser diferente del mundo anterior a febrero de 2026. De hecho, el petróleo podría mantener una prima geopolítica de forma sostenida. Sin embargo, un aumento del 30% en los precios de la energía solía en el pasado reducir el gasto discrecional real en aproximadamente un 10%.

Pero esta relación es inestable en el tiempo y la intensidad energética de la mayoría de las economías se ha reducido considerablemente en los últimos cincuenta años. No obstante, incluso con un consumo a la baja, los mercados financieros siguen respaldados por varios factores:

- La *option put*<sup>1</sup> de Donald Trump sigue pendiente en caso de un impacto negativo importante en el S&P 500.
- El mercado se preocupa más por la inflación y las medidas presupuestarias que por el crecimiento, lo que favorece a la renta variable en relación con otras clases de activos como los bonos.
- Las estimaciones de los beneficios por acción se orientan al alza, gracias en concreto a las revisiones aún positivas en el sector tecnológico por las inversiones en IA y al repunte de los índices de confianza de los directores de compras en la industria o los PMI industriales.
- Las valoraciones son más asequibles: el S&P 500 ha regresado a unas valoraciones medias, cuando se situaba por encima de su mediana desde mayo de 2025.
- La situación sigue siendo diferente a la de 2022: el impacto es solo energético, mientras que en 2022 se combinó con el crecimiento posterior a la pandemia, los problemas de la cadena de suministro y los programas «cuente lo que cueste» de los Estados. Además, la producción energética estadounidense es más elevada, la intensidad energética es menor, y Europa ha diversificado sus suministros de petróleo y gas. Por tanto, el entorno actual es menos inflacionista, lo que implica un menor repunte económico que en 2022.

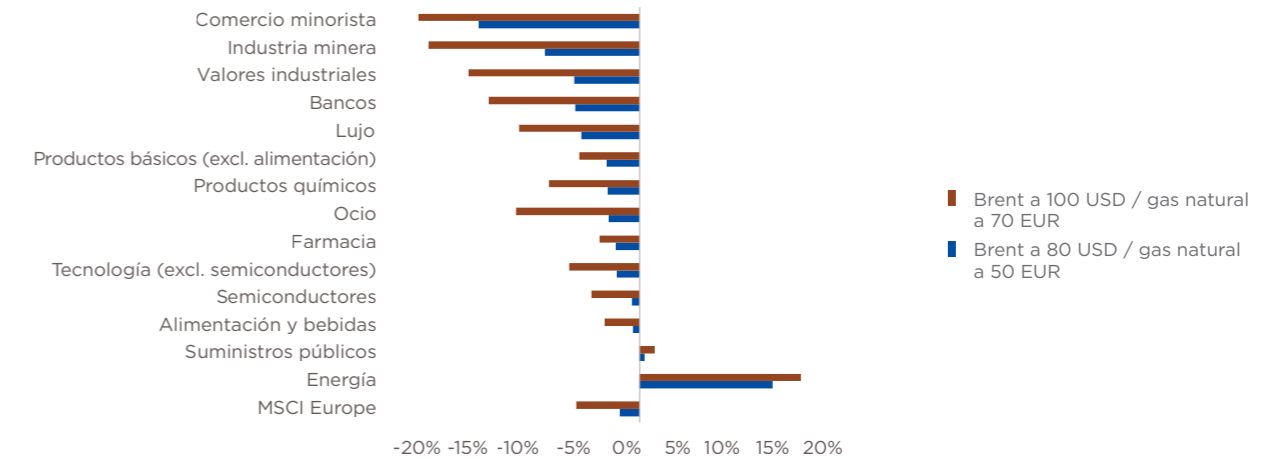
El mantenimiento de unos precios más elevados durante mucho tiempo para el petróleo y el gas europeo podría afectar a algunos sectores. Las empresas de distribución y mineras serían las más afectadas por un precio del petróleo más elevado a largo plazo. En cambio, los sectores de la energía y los suministros públicos deberían beneficiarse de esta situación.

Así, si bien preveemos una volatilidad alta en el corto plazo, seguimos siendo positivos respecto a la renta variable a medio plazo, sobre todo porque aunque se hayan estabilizado los tipos de interés desde sus picos en marzo las expectativas de subidas de tipos nos siguen pareciendo exageradas en este momento y ya que la situación es muy diferente a la de 2022. Los inversores que temen un conflicto prolongado pueden optar por diversificar sus carteras de renta variable reduciendo la exposición al sector del consumo discrecional en previsión de unos precios estructuralmente más elevados de la energía. Por otra parte, el sector tecnológico (excl. programas informáticos, véase el artículo siguiente) ha registrado una rentabilidad superior desde el inicio del conflicto debido a su dinámica vinculada a la IA, lo que justifica mantener la exposición. Temáticas a más largo plazo como la resiliencia, el repunte europeo, la IA o el consumo de las generaciones jóvenes (véase el artículo especial) también podrían ser interesantes a largo plazo, ya que la volatilidad actual constituye un punto de entrada en estas tendencias.

<sup>1</sup> Una *option put* es una opción de venta a plazo por un importe predefinido. La opción de venta cobra valor cuando los mercados caen, ya que este instrumento a un precio definido de antemano cobra valor con unos niveles de mercado más bajos. Por extensión, las intervenciones pasadas de Donald Trump en caso de una caída excesiva de los mercados bursátiles estadounidenses tuvieron el mismo impacto que una opción de venta, es decir, proteger las carteras de las caídas del mercado.



Gráfico 2 - Impacto de la subida de los precios del petróleo y del gas natural sobre el beneficio por acción (BPA) de las empresas europeas, en porcentaje



Edmond de Rothschild, Barclays



# Inteligencia artificial y software: ¿riesgo de disrupción profunda o movimientos excesivos en el mercado?

**Anthony Toupin**

Senior Research Analyst, Global Investment Research

Mientras que la infraestructura de inteligencia artificial (IA) y los semiconductores acaparan la mayor parte de la cadena de valor del superciclo de gastos de IA, el sector del *software* está iniciando una profunda transformación. La emergencia de la IA basada en agentes<sup>1</sup> está redefiniendo los flujos de trabajo y amenaza a los actores históricos que no sean capaces de proteger sus márgenes. Para los inversores, el periodo de crecimiento lineal está tocando a su fin: el éxito depende ahora de la capacidad de las empresas para transformar la IA en una ventaja competitiva sostenible y monetizable.

## 2026: el año del desacoplamiento tecnológico

Desde principios de 2026, el sector tecnológico ha dejado de evolucionar como un bloque homogéneo. Allí donde la inteligencia artificial todavía se percibía recientemente como un apoyo generalizado al crecimiento del sector, ahora hace las veces de un factor de diferenciación. Esta nueva fase enfrenta cada vez más claramente, por un lado, a los actores de las infraestructuras de IA, en particular los valores de semiconductores, que se benefician directamente del aumento de los gastos de inversión, y, por otro, a una gran parte del sector del *software*, que hace frente a un cuestionamiento más estructural de su modelo económico.

El punto de ruptura no es la IA generativa como tal, sino el ascenso de la IA basada en agentes. Esta ya no se limita a ayudar al usuario o enriquecer una herramienta existente, sino que tiende a ejecutar por sí misma tareas complejas, navegar entre aplicaciones, orquestar procesos y, con el tiempo, sustituir algunos programas informáticos tradicionales. En otras palabras, el mercado empieza a integrar la idea de que la IA no será solo una capa adicional de productividad, sino potencialmente un nuevo punto de entrada en los flujos de trabajo, capaz de eludir o debilitar la utilidad de las aplicaciones SaaS<sup>2</sup>.

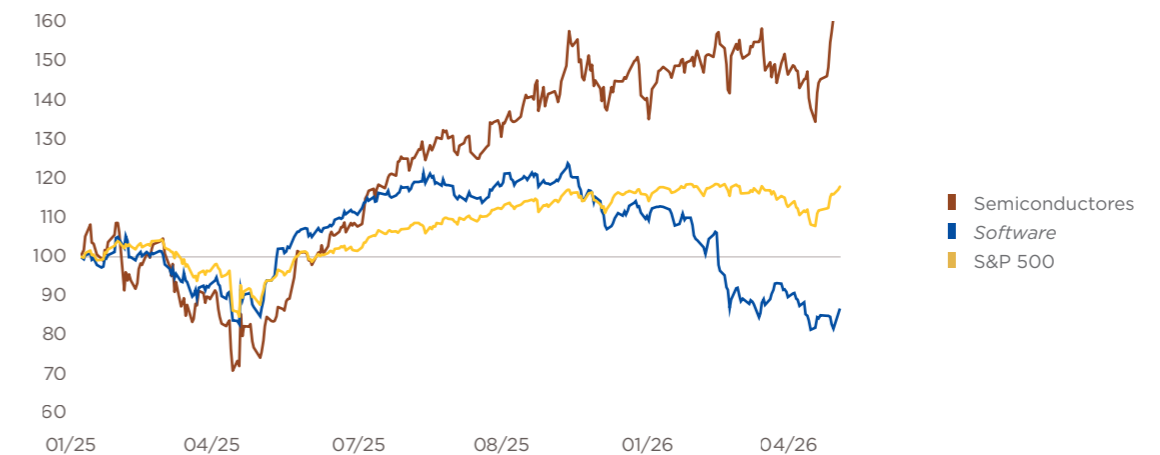
Precisamente este punto de inflexión explica la brutalidad de la corrección observada en el sector del *software*. El mercado ya no solo sanciona una ralentización cíclica del crecimiento o una tensión en las valoraciones, sino que ajusta a la baja la duración de las rentas de algunos modelos de negocio. En efecto, históricamente, el *software* se ha valorado por la estabilidad de sus ingresos recurrentes, la visibilidad de sus márgenes, el carácter lineal de su generación de efectivo y su escasa necesidad de capital. Este marco se ve ahora cuestionado por la perspectiva de que un agente de IA pueda realizar el trabajo de varios usuarios, debilitando así los modelos históricos de tarificación.

<sup>1</sup> La IA agéntica designa sistemas de inteligencia artificial autónomos capaces de definir objetivos, planificar tareas complejas y ejecutarlas interactuando con herramientas externas, todo ello con una supervisión humana mínima.

<sup>2</sup> SaaS: *Software as a Service* o *software* como servicio, facturado de forma recurrente por usuario durante un periodo fijo renovable.

**Gráfico 1 – El sector del *software* registra una rentabilidad muy inferior a la de los semiconductores desde finales de 2025**

Rentabilidad del sector del *software* frente a los semiconductores estadounidenses con respecto al S&P 500, base 100 en enero de 2025



Edmond de Rothschild, Bloomberg

## Dos tipos de empresas de *software*

No obstante, este cuestionamiento no afecta con la misma intensidad a todos los segmentos. Los programas informáticos horizontales, poco diferenciados, centrados en funciones genéricas de redacción, síntesis, asistencia, automatización sencilla o interfaz de usuario son hoy los más expuestos. Su valor puede reproducirse con mayor rapidez por agentes inteligentes que ofrecen ofertas competidoras a menor coste. En cambio, las plataformas verticales respaldadas por datos propios y profundamente integradas en los flujos de trabajo críticos de las empresas, reguladas o de sustitución compleja, mantienen barreras de entrada más sólidas.

## El *software*: una estructura de cinco capas clave

Para comprender la jerarquía del riesgo a través del ecosistema de los programas informáticos, hay que volver a la propia estructura de este último, que se basa en cinco pilares: (1) la interfaz de usuario, (2) la API<sup>3</sup>, (3) la lógica de negocio, (4) la base de datos y (5) la infraestructura de servidores. Ahora bien, no todos se ven afectados de la misma manera por el auge de la IA agéntica. La interfaz es probablemente la capa que se ve más amenazada, ya que un agente capaz de ejecutar una acción a partir de una simple instrucción reduce automáticamente el valor de un cuadro de mandos sofisticado. La lógica de negocio también queda expuesta cuando las reglas fijadas en el *software* pueden ser reproducidas, de manera más flexible, por una IA que piensa. En cambio, las bases de datos propias, la calidad del acceso a los datos, los retos en materia de gestión, trazabilidad, seguridad y, más aún, la infraestructura física de cálculo parecen claramente más defensivos. Este patrón de interpretación también permite evitar un escollo

<sup>3</sup> API: *Application Programming Interface* o interfaz de programación de aplicación es un conjunto de reglas y protocolos que permiten a dos programas informáticos o servicios comunicarse e intercambiar datos.



frecuente en las fases de revolución tecnológica: la generalización excesiva. Ciertamente es que, en teoría, la IA puede atacar muchas actividades basadas en la intermediación de la información, ya se trate del soporte al cliente, de determinadas funciones jurídicas, del cumplimiento, del marketing, del análisis o incluso de varios servicios administrativos. Pero la posibilidad tecnológica no equivale automáticamente a una realidad económica a gran escala. Entre la demostración de un uso y su despliegue masivo existen limitaciones en materia de regulación, responsabilidad, integración de sistemas, gestión y fiabilidad. En otras palabras, el miedo a una disrupción puede propagarse muy rápidamente en los mercados, mientras que la disrupción en sí se suele materializar de forma más progresiva, más costosa y más heterogénea.

Esta es la razón por la que conviene mantener una interpretación pragmática de la situación: históricamente, los cambios de paradigma tecnológico rara vez han producido trayectorias lineales. Internet no destruyó de forma instantánea la prensa en papel; la nube no eliminó de la noche a la mañana los antiguos modelos de *software*; y algunas empresas supieron reinventarse (como IBM o Corning) cuando otras no lograron adaptar su actividad (como Xerox o Alcatel). Así pues, el verdadero reto no es identificar demasiado pronto a los ganadores y perdedores definitivos, sino los segmentos en los que la ratio riesgo/remuneración se ha deteriorado realmente, frente a aquellos en los que la corrección del mercado puede haber superado la realidad fundamental.

**Sin embargo, la disrupción de la IA hace frente a límites**

En efecto, en esta fase existen varios límites a la hipótesis de una sustitución generalizada del *software* por la IA. En primer lugar, los grandes modelos de lenguaje siguen siendo fundamentalmente probabilistas (sujetos a variaciones aleatorias), mientras que gran parte del *software* corporativo se inscribe en flujos de trabajo deterministas (basados en reglas establecidas y fiables), en los que la repetibilidad, la verificabilidad y la fiabilidad resultan esenciales. En segundo lugar, comprar un *software* no equivale a comprar solo código. También consiste en comprar una responsabilidad, una garantía de calidad y de autenticidad, un servicio de implantación, un mantenimiento, una conformidad con las normas vigentes, actualizaciones regulares y una forma de transferencia de riesgo hacia el editor. Por último, los actores más sólidos disponen a menudo de datos empresariales propios acumulados durante largos periodos, sobre todo en sectores como la sanidad, los seguros, las finanzas o el jurídico, donde estos activos siguen siendo difíciles de replicar.

**Infraestructura de la IA: el ganador a medio plazo**

Mientras que el mercado está ajustando con dureza su valoración del *software*, los semiconductores y los valores expuestos a la infraestructura de IA siguen beneficiándose de un respaldo estructural. En la fase actual, la IA constituye en primer lugar una ola de construcción: centros de datos, servidores, GPU<sup>4</sup> (*Graphics Processing Unit*), redes, memoria, almacenamiento, energía, refrigeración y capacidades industriales forman la base material sin la cual no es posible monetizar aplicaciones. En este sentido, estos actores siguen erigiéndose como las «palas y picos» de la fiebre del oro de la IA. Cualquiera que sea el

<sup>4</sup> GPU: Una GPU (*Graphics Processing Unit*), o procesador gráfico, es un circuito integrado electrónico especializado diseñado para acelerar el tratamiento de imágenes, el renderizado 2D/3D y los cálculos matemáticos paralelos.

ganador final a nivel de aplicación, una parte de esta infraestructura deberá financiarse, construirse y desplegarse.

Esta dinámica se ve reforzada por un mecanismo de círculo vicioso: a medida que los costes de inferencia<sup>5</sup> disminuyen, los casos de uso se multiplican, la adopción se acelera y las necesidades de capacidad de cálculo, y por tanto de infraestructura, progresan. Esta es la razón por la que el mercado terminó recalificando algunos rebajas de costes no como amenazas, sino como catalizadores de adopción. En este contexto, las empresas expuestas a las infraestructuras avanzadas de IA y a los cuellos de botella de la cadena de valor siguen siendo las mejor posicionadas.

**La selectividad pasa a ser la palabra clave en el sector tecnológico**

Desde nuestro punto de vista, la corrección del sector del *software* no debe interpretarse como un accidente puntual, sino como la entrada en un nuevo régimen de selección. El mercado se está tornando más exigente en cuanto a la calidad de los activos, la profundidad de la integración, la propiedad de los datos, la capacidad de transformar la IA en ventaja competitiva y la resiliencia del modelo de monetización. El periodo en el que el crecimiento lineal y los márgenes elevados bastaban para justificar unas primas de valoración sostenibles parece estar llegando a su fin. Así pues, se está consolidando una nueva norma de valoración, más prudente y selectiva.

<sup>5</sup> Inferencia y entrenamiento (*training*): El entrenamiento de la IA es la fase inicial del desarrollo de la IA, en la que un modelo aprende. La inferencia de la IA, por su parte, es la fase posterior, en la que el modelo entrenado aplica sus conocimientos a nuevos datos para hacer predicciones o sacar conclusiones.

**Gráfico 2 - La corrección del sector del *software* es relativamente histórica: es la tercera vez en treinta años que el sector muestra un descuento respecto del S&P 500**

Diferencial (prima/descuento) de la PER a 12 meses del sector del *software* estadounidense frente al S&P 500, desde 1996



Edmond de Rothschild, Bloomberg



**Los modelos de IA seguirán beneficiándose de la ley de escalas<sup>6</sup>**

A medio y largo plazo, enfatizamos que es muy probable que la IA vuelva a sorprender con funcionalidades cada vez más potentes y a menor coste. Si bien modelos como Claude Cowork o, más recientemente, Mythos d'Anthropic han contribuido en gran medida a este nuevo paradigma de miedo a la disrupción, resulta útil recordar que estos últimos, como la mayoría de los modelos punteros de IA en la actualidad, se han entrenado en las arquitecturas de GPU y ASIC<sup>7</sup> de penúltima generación (ChatGPT está entrenado en Nvidia Hopper, Meta Spark en Nvidia Hopper, Claude Anthropic en una combinación de Nvidia Hopper, ASIC Google y AWS, y Mistral en Nvidia Hopper). Además, la última generación de arquitectura de GPU Nvidia, que sigue siendo el líder indiscutible en potencia de cálculo para el entrenamiento de modelos, la plataforma Blackwell, se utiliza en la actualidad para entrenar futuros modelos de IA, que se estrenarán en los próximos 6 a 12 meses. A título informativo, la arquitectura Blackwell ofrece de 2 a 5 veces el rendimiento de la arquitectura anterior Hopper para el entrenamiento de modelos, y ofrece un rendimiento casi 30 veces más potente para la inferencia de modelos. Por tanto, la inteligencia de los modelos de IA debería seguir aumentando en función de la potencia de cálculo y del material subyacente en el que estos últimos están entrenados, mecanismo que también se conoce como la ley de escalas. Esto debería traducirse en un aumento continuo de las capacidades ofrecidas por la IA generativa y agéntica, tanto en el mercado de los consumidores (uso por un individuo por cuenta propia) como en el de las empresas, de ahí el temor de los mercados a una disrupción del sector del *software* tradicional.

En este contexto, preferimos estar atentos al sector del *software*, priorizando dentro de este último los valores con una posición de mercado poco arriesgada, es decir, con preferencia por un modelo verticalizado, con datos propios, lo que implica un coste de sustitución elevado para sus clientes, así como una capacidad de monetizar la IA sin canibalizar su poder de tarificación, y cuyas valoraciones reflejen expectativas de contracción de unas tasas de crecimiento exageradas con respecto a la realidad futura. Seguimos siendo prudentes en los segmentos donde la funcionalidad es fácilmente reproducible, la diferenciación es escasa, el modelo se basa estrictamente en la tarificación por usuario y donde la IA agéntica puede sustituir a los flujos de trabajo.

**Seguimos siendo optimistas en cuanto a la temática de la inteligencia artificial**

No obstante, nuestra lectura a largo plazo sigue siendo optimista sobre la inteligencia artificial en su conjunto. El avance de las arquitecturas materiales, el aumento de la capacidad de cálculo y la ley de escalas sugieren que los modelos de IA seguirán aumentando su rendimiento. Esta trayectoria debería apuntalar de forma duradera el gasto en infraestructuras, acentuando al mismo tiempo la presión competitiva sobre los segmentos de *software* más frágiles. En este contexto, los inversores deben ser más selectivos que nunca en el sector del *software*: evitar las empresas horizontales cuyas funciones sean fácilmente reproducibles y priorizar las plataformas verticales que posean activos propios, cuyos costes de sustitución sean elevados y sean capaces de utilizar la IA como catalizador estratégico en lugar de padecerla como factor de banalización de sus servicios.

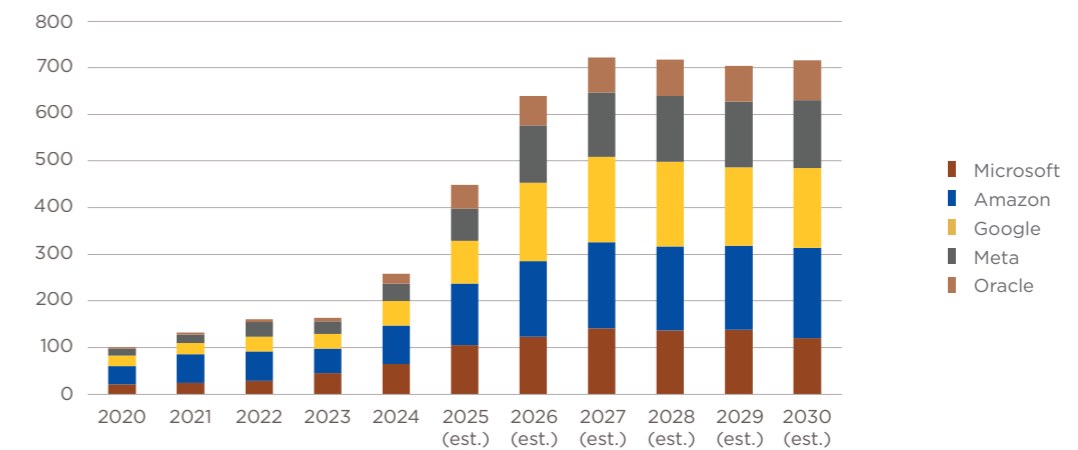
<sup>6</sup> Las leyes de escala describen cómo evolucionan las prestaciones de un modelo en función del aumento de los datos, de los parámetros y de la potencia de cálculo. En general, los modelos más voluminosos, entrenados con datos de mejor calidad, ofrecen un mejor rendimiento.

<sup>7</sup> ASIC: los circuitos integrados específicos de una aplicación (*Application Specific Integrated Circuit*) son chips especializados diseñados para una sola tarea que ofrecen una eficiencia energética y una potencia de cálculo superiores. Difieren de las GPU, más versátiles.

En conclusión, la actual divergencia entre semiconductores y programas informáticos refleja menos una oposición coyuntural que una recalificación más profunda de la cadena de valor tecnológico. Por un lado, la infraestructura capta la visibilidad de los gastos y los ingresos tangibles. Por el otro, una parte de los programas informáticos ve cómo su renta histórica se cuestiona. Sin duda, el mercado exagera a corto plazo la velocidad y la magnitud de algunas disrupciones, ya que estamos hablando de movimientos a medio y largo plazo. No obstante, probablemente tenga razón en un punto clave: la IA hará que la discriminación sea mayor, y la asignación indiferenciada en el sector del *software* y, por extensión, en el sector tecnológico, sea más arriesgada que antes.

**Gráfico 3 - Se espera que las grandes empresas estadounidenses de la nube (hiperescaladores) gasten más de 3 billones de dólares en infraestructura de IA de aquí a 2030**

Inversión prevista por el mercado para los principales *hiperscalers* estadounidenses, en miles de millones de USD



Edmond de Rothschild, Bloomberg



# Invertir en periodos de conflicto

**Hervé Prettre**  
Head of Global Investment Research

La historia del mercado de renta variable durante los conflictos desde la Segunda Guerra Mundial muestra una tendencia recurrente: el mercado protagoniza una caída después del inicio del conflicto y después se perfila una estabilización en cuanto los inversores anticipan una desescalada. El mercado repunta a medida que parece cada vez más probable un cese de las hostilidades. El conflicto en Irán debería regirse por las mismas reglas: se necesita una desescalada y una perspectiva de paz para que se produzca un repunte de los mercados bursátiles.

El conflicto entre Estados Unidos, Israel e Irán iniciado el 28 de febrero ha terminado afectando a toda la región de Oriente Medio y está durando más de lo previsto. Aunque las negociaciones se habían estancado al momento de redactar estas líneas, los inversores se sienten algo más tranquilos por las conversaciones y propuestas en curso entre Irán y Estados Unidos, en un contexto donde el alto el fuego no parece estar bajo amenaza. Nos acercamos por tanto hacia una resolución gradual, marcada por las preocupaciones por el cierre continuado del Estrecho de Ormuz. ¿Qué perspectivas podemos tener actualmente? A mayor escala, ¿cómo reacciona la renta variable históricamente durante los conflictos?

En el caso del conflicto iraní, inicialmente los mercados de renta variable y renta fija reaccionaron negativamente debido al riesgo geopolítico y al alza de los precios de la energía. Un precio del petróleo y el gas natural persistentemente más elevado como consecuencia de la destrucción de capacidades conlleva a su vez un aumento de los riesgos de inflación y de las expectativas de subidas de tipos, como en 2022, tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia.

En renta variable, los sectores cíclicos, en particular los que dependen de los precios del petróleo (turismo, viajes, consumo discrecional), se han visto presionados, mientras que los títulos energéticos han registrado rentabilidades positivas. Algunos sectores defensivos, como los servicios de comunicación y los suministros públicos, superaron a los índices generales. Europa se ha visto más afectada debido al carácter más cíclico de sus índices y a su dependencia del petróleo Brent procedente de Oriente Medio, mientras que Estados Unidos consume más su propia producción y el S&P 500 es menos cíclico que el Stoxx 600.

## ¿Cómo reaccionan históricamente los inversores en tiempos de conflicto?

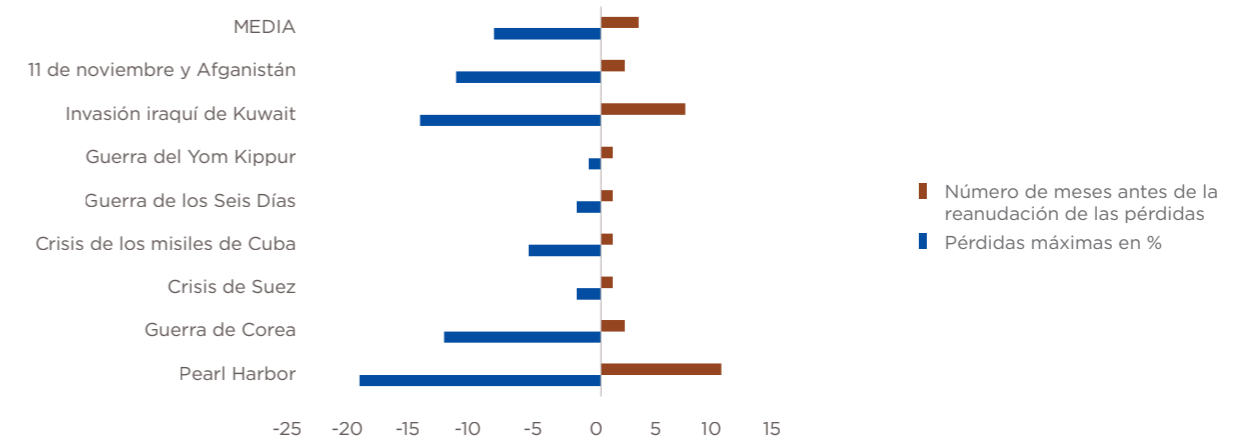
Los mercados empiezan reaccionando negativamente al estallido de un conflicto. De media, los mercados pierden un 9% a partir del inicio de una guerra, y los sectores cíclicos sensibles a la economía registran las mayores pérdidas. La intensidad del conflicto aumenta las pérdidas del mercado: tras el ataque de Pearl Harbor en 1941, el S&P 500 perdió

hasta un 20% de su valor, un 13% al inicio de la Guerra de Corea en 1953 y un 15% en la primera Guerra del Golfo en 1990.

Después, los mercados suelen estabilizarse cuando se produce una desescalada, o al menos cuando la situación deja de deteriorarse. Así ocurrió con la batalla de Midway de junio de 1942, ganada por Estados Unidos, que frenó claramente el avance japonés. La situación fue la misma en octubre de 1991, cuando Estados Unidos logró la alianza de muchas naciones para la operación Tormenta del Desierto en Irak y la neutralidad de los soviéticos.

A largo plazo, a medida que se vislumbra un alto el fuego, el mercado de renta variable tiende a recuperar sus pérdidas. Así fue casi veinte meses después de Pearl Harbor, tras la segunda victoria naval de Estados Unidos contra Japón en Guadalcanal. Lo mismo sucedió cuando la operación militar Tormenta del Desierto en 1991 reveló que Irak no resistiría los asaltos de la coalición, aunque su ejército se consideraba en ese momento el cuarto ejército del mundo. Durante la segunda Guerra del Golfo, la recuperación del S&P 500 comenzó en abril de 2003 tras la caída de Sadam Husein. Los mercados necesitan una media de tres meses para recuperar sus pérdidas. Además, desde 1945, de media, acaban subiendo un 9% más en los doce meses siguientes al estallido de un conflicto.

Gráfico 1 - Pérdidas máximas y número de meses necesarios para compensar las pérdidas iniciales



Edmond de Rothschild, Bloomberg

## ¿Cuáles son las perspectivas para este conflicto?

Creemos que resulta poco probable un colapso del actual régimen de la República Islámica. Por otra parte, un conflicto a largo plazo también parece poco probable, ya que arruinaría la popularidad de Donald Trump y el poder adquisitivo de los estadounidenses antes de las elecciones de mitad de mandato. Por tanto, la campaña actual debería durar varias semanas más. Sin embargo, es probable que el actual alto el fuego sea respetado, de ahí la ausencia de escalada (excepto a corto plazo, ya que cada parte busca ganar una posición de fuerza



## RENTA VARIABLE

antes de las negociaciones) y un avance gradual hacia una resolución. Los demás Estados del Golfo afectados por la regionalización de los ataques también podrían apoyar la resolución de este conflicto. Una pausa en el conflicto parece ser una prioridad para Trump, ya que las consecuencias políticas y económicas empiezan a ser demasiado dañinas. El tiempo juega tanto contra Trump como contra el régimen iraní, de ahí la probabilidad de desescalada después de varias semanas.

Creemos que al igual que en episodios anteriores de conflictos, los mercados subirán probablemente cuando se vislumbre la resolución del conflicto y la reapertura del Estrecho de Ormuz para mostrar buenos resultados en los meses siguientes al término del conflicto. Así, prevemos una volatilidad bursátil a corto plazo con una rentabilidad superior de los valores defensivos, seguida de una recuperación a medio plazo impulsada por los valores cíclicos. Los valores sensibles a los precios del petróleo y a los tipos de interés de los bancos centrales, como el lujo, los viajes y las empresas financieras, pueden debilitarse durante el conflicto para después registrar su rentabilidad superior esperada tras un alto el fuego.

A medio plazo, el conflicto no pone en entredicho nuestra visión optimista sobre la renta variable. Por tanto, seguimos posicionándonos de forma ligeramente positiva en esta clase de activos. Una gran diversificación de las carteras de renta variable entre distintos sectores y el mantenimiento de la exposición a los valores defensivos permiten superar mejor estos periodos. Para los inversores capaces de asumir riesgos, es recomendable aumentar las posiciones en valores más cíclicos, que deberían registrar mayores rentabilidades cuando termine el conflicto. La hipótesis optimista –aunque poco probable– de apertura a la reconstrucción de Irán y de importante bajada de los precios del petróleo podría incluso constituir un nuevo catalizador para el alza de los mercados bursátiles.

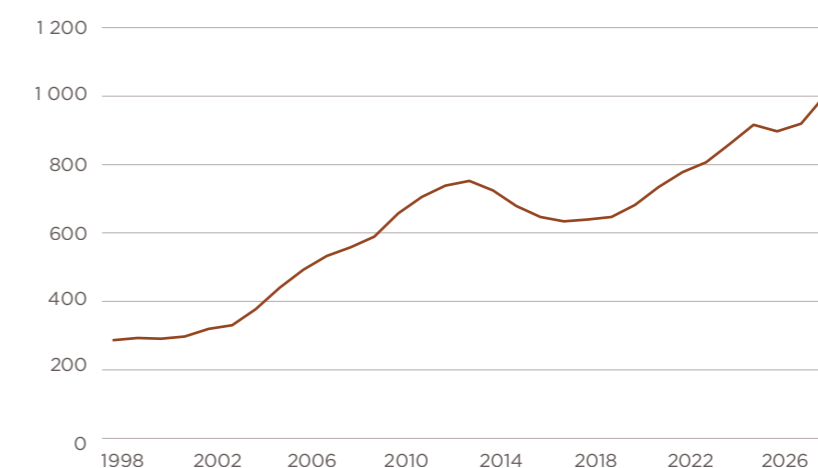
### Cuando la guerra estimula la innovación tecnológica

En el plano estructural, los conflictos suelen hacer las veces de aceleradores de desarrollo e incluso incubadoras de nuevas tecnologías, como el submarino durante la Guerra Civil, el tanque de asalto durante la Primera Guerra Mundial, el radar durante la Segunda Guerra Mundial, los misiles Patriot utilizados por primera vez en la Guerra del Golfo de 1991 o, por último, los drones en la guerra de Ucrania. El conflicto actual en Oriente Medio muestra que Irán puede bloquear el estrecho de Ormuz y alcanzar objetivos en los países vecinos con recursos limitados, como drones técnicamente poco avanzados que, según los expertos, suponen unos costes de producción de entre 20.000 y 30.000 USD por unidad. El problema para su interceptación es el coste de los misiles antidrones, como el misil Patriot, que cuesta más de 4 millones de USD la unidad. A raíz de esta experiencia, se están estudiando nuevas técnicas de interceptación y derribo de drones. Entre ellas, el láser, que, por falta de potencia energética suficiente en un lanzador descentralizado, nunca ha podido desarrollarse en las últimas décadas. Su desarrollo podría acelerarse con una mayor capacidad de almacenamiento de energía, baterías más sostenibles y una mayor precisión, hasta el punto de constituir, según varios expertos, la nueva panacea contra los drones militares. A más largo plazo, el uso del láser podría generalizarse en aplicaciones no militares.

De este conflicto también se desprende la dificultad para las fuerzas armadas estadounidenses de aceptar pérdidas humanas, ya que Estados Unidos no ha iniciado ninguna operación terrestre en la fecha de redacción de este artículo, cuando para muchos observadores parecía necesario de cara a acelerar la resolución del conflicto. El desarrollo de robots militares, aún en estudio, podría acelerarse, ya sea como portadores de material, como desactivadores de minas, en misión de reconocimiento y, por qué no, en un futuro más lejano, como robots soldados. Esto cambiaría la situación para muchas operaciones militares, porque potencialmente significaría menos pérdidas humanas y, por tanto, menos reticencia a la intervención.

Sin duda, una consecuencia más directa de la crisis en Irán será el aumento de los presupuestos militares, por un lado, de EE. UU. para reconstruir sus arsenales de armas después del conflicto, en particular de misiles, y de los países del Golfo vecinos de Irán, que buscan reforzar sus capacidades de defensa e interceptación, por el otro. Esto es especialmente así en el caso de Dubái, que tendrá que demostrar su capacidad para proteger a sus ciudadanos y extranjeros acomodados instalados en esta ciudad para mantener su atractivo. Este rearme suele acompañar el fin de los conflictos. Por tanto, la situación en el Oriente Medio podría ejercer efectos duraderos, incluso después de una desescalada y con independencia de la duración de las hostilidades, fomentando así la aceleración y el desarrollo sostenido de estos sectores.

Gráfico 2 - Presupuesto de defensa de Estados Unidos por año, en miles de millones de USD



Edmond de Rothschild, Macrotrends



Philippe Druillet (nacido en 1944), aplique, encargo especial para las salas del banco, París, Francia.

## Artículo especial



# Consumo de la generación más joven: mitos y realidades de las tendencias

**Nadjat Hamrouni, CFA**  
Sustainable Investment Solutions Director

**Darius Bakhtari**  
Research analyst, Global Investment Research

El consumo de las generaciones más jóvenes, y en particular de la generación Z (personas nacidas entre finales de la década de 1990 y principios de 2010), se describe a menudo como paradójico. Por un lado, la mayoría de estos consumidores tienen sólidas convicciones en materia de sostenibilidad, ética y responsabilidad medioambiental. Por el otro, recurren masivamente a plataformas que encarnan un consumo rápido, accesible y poco duradero, tanto en la *fast fashion* como en la comida a domicilio. Este aparente contraste se ha interpretado durante mucho tiempo como una contradicción generacional. Sin embargo, esta interpretación tiende a subestimar el papel de las limitaciones económicas, tecnológicas y cognitivas que hoy estructuran las decisiones de compra. En realidad, el consumo juvenil es menos paradójico de lo que parece: es racional, arbitrado y coaccionado, y se sitúa en la intersección de tres fuerzas principales: el poder adquisitivo, la digitalización y las aspiraciones de bienestar y sostenibilidad. Las jóvenes generaciones utilizan este prisma en sus ámbitos predilectos: el consumo digital, la salud, el deporte, su imagen, pero también su compromiso político.

## Sostenibilidad y precios: una paradoja trampantojo

Durante varios años, el discurso dominante sobre el consumo de los jóvenes ha sido el de la contradicción. Sin embargo, los estudios muestran una realidad más matizada. Los datos empíricos confirman la existencia de una diferencia entre intenciones y comportamientos. Así, si bien el 64%<sup>1</sup> de los jóvenes de la generación Z declaran estar dispuestos a pagar más por los productos de marca sostenibles, casi el 40%<sup>2</sup> se niegan concretamente a asumir un sobrecoste en situaciones de compra reales, en particular en el sector de los viajes.

Sin embargo, este desfase no implica una incoherencia moral. En primer lugar, traduce un arbitraje bajo coacción. Los comportamientos de consumo se derivan de una combinación de factores: presión sobre el poder adquisitivo, omnipresencia de lo digital, aumento de la inteligencia artificial y transformación de las estructuras de gasto. Los estudios recientes sobre el *conscious consumer* (o consumidor responsable) permiten esclarecer esta dinámica. Destacan tres motores interdependientes que coexisten y que entran en tensión con cada decisión: bienestar, pragmatismo financiero y valores personales<sup>3</sup>.

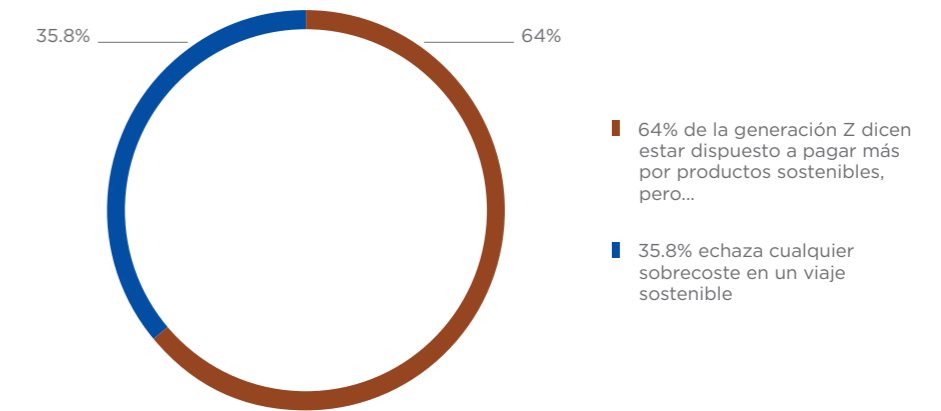
<sup>1</sup> Deloitte 2024 Gen Z and Millennial Survey.

<sup>2</sup> Trip.com Sustainable Travel Consumer Report 2024.

<sup>3</sup> Barclays Thematic Investing Conscious Consumer Where wellness wealth and values collide.

## Gráfico 1 - Las tres fuerzas que estructuran el consumo de los jóvenes

La «paradoja» se deriva sobre todo de arbitrajes entre presupuesto, digitalización y búsqueda de bienestar



### 1. Poder adquisitivo

30%

de la generación Z no se siente económicamente seguro.

24,1%

de las personas entre 15 y 29 años en la UE corren riesgo de pobreza o exclusión social.

### 2. Digitalización

97%

de las personas entre 16 y 29 años utilizan Internet todos los días.

84%

de las personas entre 16 y 24 años en la UE compraron online en 2025.

### 3. Bienestar

47%

de los encuestados citan la salud como prioridad de compra.

6,8 > 9,8 bill. USD

tamaño proyectado del mercado mundial del bienestar, 2024-2029E.

Edmond de Rothschild, Deloitte 2024 Gen Z and Millennial Survey, Eurostat, Barclays Thematic Investing Conscious Consumer Where wellness wealth and values collide, Bank of America Global Research, Tech care of yourself - Future Wellness Primer, 17 de marzo de 2026

## El poder adquisitivo como ancla de los comportamientos

El poder adquisitivo sigue siendo el principal determinante de los comportamientos de consumo. Según varias encuestas, casi la mitad de la generación Z<sup>4</sup> no se siente financieramente seguro. En Europa, una cuarta parte de los jóvenes de 15 a 29 años<sup>5</sup> están expuestos al riesgo de pobreza o exclusión social. En este contexto, el coste de la vida se impone siempre para muchos como la primera preocupación, relegando así los retos medioambientales a un segundo plano.

Por consiguiente, recurrir al *low-cost* ya no depende de un arbitraje oportunista, sino de una lógica de acceso. De este modo, las plataformas digitales permiten mantener el nivel de consumo pese a la limitación financiera.

El consumo de los jóvenes es ahora indisoluble de lo digital, que ya no constituye un canal, sino una verdadera infraestructura de toma de decisiones. En Europa, casi todos los jóvenes utilizan Internet a diario, y más del 80% realiza compras *online*<sup>6</sup>.

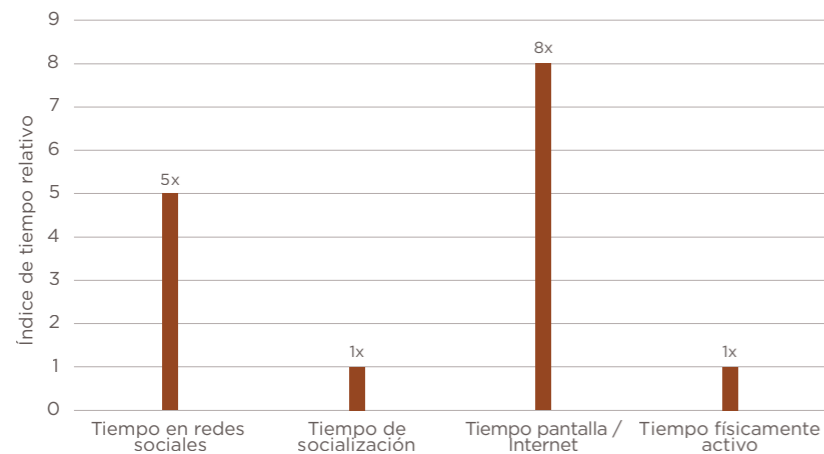
<sup>4</sup> Deloitte 2024 Gen Z and Millennial Survey.

<sup>5</sup> Eurostat.

<sup>6</sup> Eurostat - E-commerce statistics for individuals.



Gráfico 2 - Reasignación del tiempo: una rutina diaria orientada a las pantallas



Edmond de Rothschild, Bank of America Global Research, *Tech care of yourself - Future Wellness Primer*, 17 de marzo de 2026

La inteligencia artificial sigue acelerando este movimiento. Según un estudio de Capgemini publicado en 2024<sup>7</sup>, más de la mitad de los usuarios de la IA generativa para las compras ya han sustituido los motores de búsqueda tradicionales por estas herramientas para obtener recomendaciones de productos, y el 60% afirma confiar en los servicios y productos sugeridos.

Más allá de la limitación económica, el consumo rápido responde en efecto a otra realidad: la sobrecarga cognitiva. Según el estudio de Bank of America 2026<sup>8</sup>, el entorno digital genera una exposición constante a la información, lo que supone una fuente de cansancio mental y dificultad para arbitrar. En este contexto, las soluciones que combinan sencillez, rapidez y legibilidad resultan especialmente atractivas. Comprar, pedir o reservar en unos clics permite reducir el esfuerzo mental, lo que sitúa al consumo rápido en el epicentro de la economía de la simplificación.

Los modelos de Shein, Uber Eats y Airbnb ilustran perfectamente esta transformación. A pesar de sus diferencias en términos de sector, se basan en una lógica común: precios bajos, disponibilidad inmediata, interfaz intuitiva y experiencia fluida. Estos actores no se limitan a ofrecer productos o servicios: ofrecen una reducción de fricción y una gratificación instantánea. En la moda, la entrega a domicilio o el transporte, la rapidez y la simplicidad se imponen como atributos centrales del valor.

<sup>7</sup> Capgemini Research Institute 2024, *What Matters to Today's Consumer 2024*.

<sup>8</sup> Bank of America Global Research, *Tech care of yourself - Future Wellness Primer*, 17 de marzo de 2026.

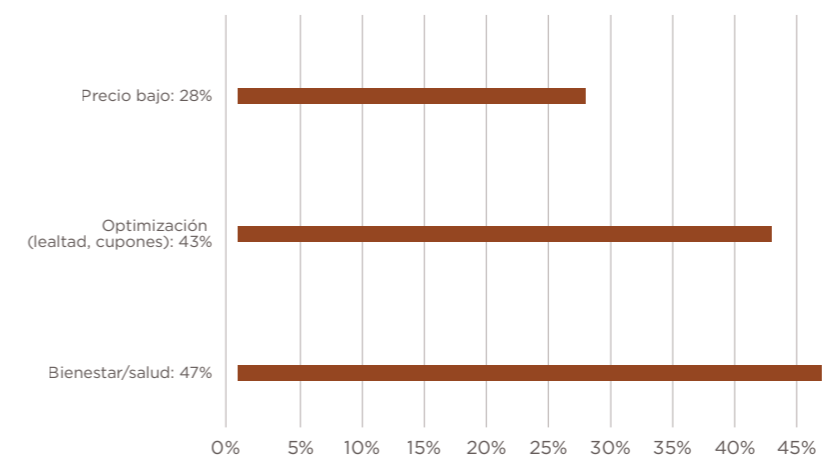
### Un consumo cada vez más polarizado

En lugar de una transición homogénea hacia un consumo más responsable, se observa en realidad una polarización creciente. Existen tres dinámicas que estructuran esta evolución:

- **Polarización económica:** los consumidores arbitran entre gastos mínimos ultraaccesibles y compras *premium* focalizadas.
- **Polarización de los usos:** ahorran en determinados gastos del día a día para priorizar los de las experiencias.
- **Polarización moral:** se desea la durabilidad, pero condicionada a la sencillez y al coste.

Gráfico 3 - Principales arbitrajes de consumo de las generaciones más jóvenes

Este gráfico ofrece una lectura de los principales arbitrajes que estructuran los comportamientos de las generaciones jóvenes. No pretende desglosar un presupuesto de consumo, ya que las categorías no son mutuamente exclusivas y pueden corresponder simultáneamente a varias lógicas de uso.



Edmond de Rothschild, Barclays *Thematic Investing Conscious Consumer Where wellness, wealth and values collide*

En la práctica, los jóvenes combinan tres lógicas: *low-cost* para el acceso, segunda mano para la optimización y *premium* focalizada para la identidad y el bienestar, relegando el segmento medio al más debilitado. Por tanto, el consumidor hace frente a un dilema permanente entre sostenibilidad, precio y sencillez. Este desfase, a menudo calificado como *say-do gap* (literalmente la diferencia entre las palabras y los hechos), está ampliamente documentado<sup>9</sup>. La durabilidad se valora en intención, pero sigue estando condicionada por su coste, su sencillez y su compatibilidad con los usos. La cuestión central se convierte entonces en estratégica: **¿se puede hacer de las compras sostenibles una opción tan sencilla y accesible como el *low-cost*?**

Las condiciones para el éxito están ahora bien identificadas entre un precio percibido como aceptable, una experiencia más fluida, una prueba de impacto legible y una integración digital completa. Por tanto, los actores capaces de conciliar eficacia económica y responsabilidad

<sup>9</sup> Deloitte 2024 *Gen Z and Millennial Survey*; Trip.com Group Sustainable Travel Consumer Report 2024.



sin complicar la experiencia del usuario serán los mejor posicionados. El consumo de las jóvenes generaciones no es una paradoja, sino un sistema de arbitrajes racionales bajo coacción. Se caracteriza por una aceleración de los usos, un aumento de las expectativas y una fragmentación de los comportamientos. El futuro del consumo no será ni totalmente sostenible ni exclusivamente *low-cost*, sino más bien híbrido. Por tanto, el reto no es transformar al consumidor, sino adaptar los modelos económicos a esta nueva realidad.

#### ¿Qué ámbitos son los preferidos por los jóvenes?

El patrón de interpretación ya está claro: las jóvenes generaciones no logran diferenciar entre consumo rápido y aspiraciones a largo plazo, sino que combinan ambas cosas. En este marco, algunos segmentos parecen estar mejor posicionados para captar una demanda que es a la vez limitada, digitalizada y orientada al bienestar.

#### El consumo digital:

La preferencia de las jóvenes generaciones por los usos digitales ya no es solo una evolución de estilo de vida, sino que reconfigura de forma duradera los arbitrajes de consumo. Según *Reviews.org*, los estadounidenses consultaban de media a su *smartphone* cerca de 186 veces al día en 2025<sup>10</sup> y pasaban casi siete horas en línea, es decir, un volumen de tiempo muy superior al dedicado a las interacciones sociales físicas. En total, representaría casi 44 años de vida pasada delante de las pantallas. Esta intensificación debería continuar gracias a la dinámica generacional, ya que las generaciones más jóvenes están aún más conectadas. Para los inversores, esta tendencia sigue respaldando las plataformas, las infraestructuras de atención, los modelos de suscripción, así como los ecosistemas capaces de monetizar un uso cotidiano, recurrente y muy integrado en el recorrido vital. A medida que la generación más joven gane poder adquisitivo con la edad, manteniendo al mismo tiempo los mismos hábitos digitales, resulta probable que estas tendencias se intensifiquen aún más.

El límite del 25% al 30% de los gastos de consumo realizados en comercio electrónico, a menudo presentado como insuperable debido a la necesidad para el consumidor de ver el producto «en realidad» (textura o color de una prenda, por ejemplo) o de beneficiarse del servicio físicamente (como en el caso de un entrenamiento deportivo), podría superarse en la década de 2030 debido al efecto de los hábitos digitales de la generación más joven. Más allá de los usos de consumo, las redes sociales también contribuyen a dar forma a algunas representaciones y preferencias colectivas.

<sup>10</sup> *Reviews.org*, 2026 *Cell Phone Usage Stats* (datos de 2025).

Por último, la esfera financiera también debería ser objeto de profundas transformaciones dictadas por las preferencias de las nuevas generaciones. Los bancos tradicionales deberían acelerar su digitalización bajo la presión de los neobancos, concebidos según el modelo de las *superapps*<sup>11</sup>. Los medios de pago también podrían sufrir una desintermediación creciente opuesta por las infraestructuras *blockchain*<sup>12</sup> utilizadas por las criptomonedas. Estas últimas podrían seguir imponiéndose como una clase de activos alternativa entre una generación de inversores que ha crecido con aproximadamente la mitad de la generación Z y los *Millennials* (generación nacida entre 1980 y 1995) que ya han poseído criptomonedas frente a solo el 10% de los *baby boomers* (generación nacida entre 1945 y 1965).

#### La salud física y mental:

Sin embargo, esta hiperconexión tiene un coste. La creciente digitalización de los estilos de vida va acompañada de una progresión de patologías físicas y psíquicas, que abarcan desde la obesidad y la miopía hasta la ansiedad, la depresión o ciertas formas de soledad crónica. Algunas estimaciones cifran el coste económico de estas enfermedades en al menos 7 billones de USD al año, aproximadamente el 6% del PIB mundial. Las generaciones jóvenes se sitúan en primera línea: según el *Cigna 2024 Vitality Index*, casi dos tercios de la generación Z estadounidense declaran sentirse solos<sup>13</sup>, la proporción más alta de todas las generaciones; al mismo tiempo, la prevalencia media de la ansiedad en Estados Unidos se duplicó entre 2010 y 2022, con el mayor aumento entre los 18-25 años, donde se multiplicó por 2,6. El importante aumento de la miopía también ilustra esta tendencia de fondo: más del 60% de las personas entre 20 y 24 años podrían sufrirla en 2050, frente al 37% en 2000. Esta presión sanitaria genera un entorno favorable para los actores expuestos a la salud mental, la óptica, la prevención, el diagnóstico y las soluciones de tratamiento de las enfermedades relacionadas con los usos digitales.

#### Las experiencias:

En paralelo, los jóvenes consumidores siguen priorizando los gastos en experiencias, no solo por su valor de uso inmediato, sino también por su dimensión social y simbólica. Los eventos en directo, conciertos, restaurantes, salidas y viajes ocupan un lugar cada vez más importante en los arbitrajes presupuestarios, a veces en detrimento de algunos gastos materiales más clásicos. Esta lógica prolonga directamente la polarización descrita anteriormente: los consumidores recortan ciertos gastos cotidianos para mantener aquellos que producen recuerdo, emoción o visibilidad social. En cuanto a la inversión, esto actúa a favor de los actores posicionados en el ocio, la hostelería, las reservas, la restauración de experiencia y, más ampliamente, en todos los modelos capaces de transformar el gasto en momento compartible y percibido como identitario. En cambio, los actores más tradicionales centrados en la venta de productos agroalimentarios consumidos en casa ven cómo su algoritmo de crecimiento se pone parcialmente en riesgo.

<sup>11</sup> Una *superapp* es una aplicación móvil «todo en uno» que concentra, en una misma interfaz, una multitud de servicios distintos (mensajería, pago, movilidad, compras, etc.).

<sup>12</sup> El *blockchain*, o cadena de bloques, es una tecnología digital de almacenamiento y transmisión de información que funciona sin autoridad central. Inicialmente diseñada en 2009 para Bitcoin, desde entonces se ha ampliado a muchos otros usos.

<sup>13</sup> Bank of America Global Research, *Tech care of yourself - Future Wellness Primer*, 17 de marzo de 2026.

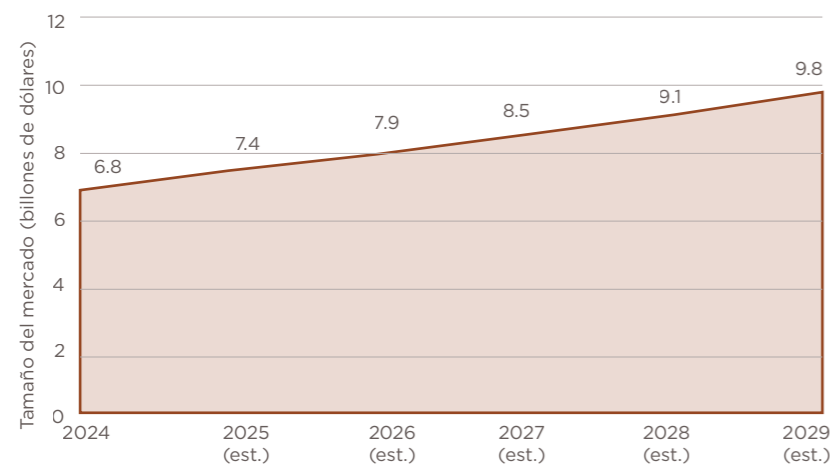


### El deporte:

Frente a la intensidad de la vida digital, el deporte y el bienestar se erigen como puntos de reequilibrio. El mercado mundial del bienestar podría alcanzar casi 10 billones de USD de aquí a 2029, según Bank of America<sup>14</sup>, lo que confirma el carácter estructural, y no cíclico, de esta demanda. El punto clave es que esta búsqueda del bienestar no contradice los comportamientos de consumo rápido descritos anteriormente, sino que les da respuesta. Una misma generación puede buscar un precio bajo, la comodidad y la inmediatez en algunos ámbitos, al tiempo que prioriza sus gastos en deporte, salud preventiva o equilibrio personal. Para los inversores, esto apuntala los segmentos del fitness, el equipamiento deportivo, los dispositivos *wearables*<sup>15</sup>, la nutrición, el sueño y los servicios relacionados con el desempeño físico y mental. En este contexto, los fabricantes de ropa deportiva disfrutan de una reserva de crecimiento sostenible, debido a la costumbre de las generaciones jóvenes de practicar un deporte, pero también a su voluntad de presentar un look deportivo, el denominador común de muchos miembros de la generación Z. La capacidad de innovación de las marcas y el atractivo de los valores que encarnan deberían permitirles posicionarse en primera línea para aprovechar el aumento del poder adquisitivo de los jóvenes en los próximos años.

### Gráfico 4 - Crecimiento del mercado mundial del bienestar

El bienestar se presenta como una fuerza de reequilibrio ante la intensificación de los usos digitales.



Edmond de Rothschild, Bank of America Global Research, *Tech care of yourself - Future Wellness Primer*, 17 de marzo de 2026

### Las mascotas:

Los estudios también han demostrado que pasar tiempo con un animal de compañía puede tanto aumentar significativamente los niveles de oxitocina (un neurotransmisor que favorece especialmente la reducción del estrés) como reducir el cortisol, la principal hormona del estrés en los seres humanos. Así, la posesión de animales de compañía está aumentando en la generación más joven, con el presupuesto veterinario y alimentario que ello supone. Aproximadamente el 16% de los miembros de la generación Z tiene un animal de compañía, frente al 14% en 2020 y el 11% en 2018, según la American Pet Products Association. Los miembros de la generación Z conceden especial importancia a sus mascotas. Aunque no es exclusiva de esta generación, la tendencia a considerar al animal como miembro del hogar parece especialmente marcada entre los consumidores más jóvenes. Las empresas que fabrican vacunas, alimentos e incluso ocio para animales domésticos deberían beneficiarse de esta tendencia.

### La estética y la imagen:

La economía de la imagen también se beneficia de esta recomposición. La omnipresencia de las redes sociales, la exposición continua a los contenidos audiovisuales y la continua incitación a mostrarse lo mejor posible refuerzan la atención prestada a la apariencia, el cuidado personal y las rutinas de bienestar. Belleza, alimentación sana, actividad física y mantenimiento de uno mismo ya no dependen únicamente del consumo discrecional: se inscriben en lógicas de presentación de uno mismo, de disciplina personal y de señal social. Esta dinámica beneficia a las empresas capaces de combinar deseabilidad, accesibilidad relativa, influencia digital y recurrencia de uso, en particular en la belleza, el cuidado personal, la nutrición funcional y los servicios asociados. Además, los fabricantes de cosméticos disfrutan de oportunidades de ascenso de gama gracias a la innovación aportada a sus productos y al avance de la personalización a través de la IA.

### Un consumo más polarizado que virtuoso

En conjunto, estos segmentos no esbozan un consumo más virtuoso en sentido estricto, sino un consumo más selectivo, más polarizado y más coherente con las limitaciones reales de las generaciones jóvenes. Por tanto, los posibles ganadores son menos los actores «sostenibles» en teoría que los que logran articular utilidad, accesibilidad, sencillez de uso, intensidad digital y valor percibido. En otras palabras, el ascenso de la generación Z, y posiblemente de la generación alfa que la sigue, debería beneficiar sobre todo a los modelos capaces de introducirse naturalmente en esta doble lógica: consumo rápido por un lado, reequilibrado por la experiencia, la salud y el bienestar, el deporte, la apariencia, y la experiencia por el otro. Estos hábitos, profundamente arraigados en la generación más joven, deberían persistir o incluso intensificarse en el futuro, cuando la generación más joven crezca y obtenga mejores ingresos. Las empresas bien posicionadas para beneficiarse de ellas se exponen así a un crecimiento sostenible más elevado de sus ventas y beneficios.

<sup>14</sup> Bank of America Global Research, *Tech care of yourself - Future Wellness Primer*, 17 de marzo de 2026.

<sup>15</sup> Objetos conectados que se llevan en uno mismo (relojes, pulseras, sensores) que permiten seguir la actividad, el sueño o determinados indicadores de salud.



Detalle arquitectónico de nuestra nueva sede en pleno barrio ecológico de l'Etang, Ginebra (Suiza).

Renta fija

# Tipos de interés de la deuda pública más elevados durante más tiempo

**Guilhem Savry**

Head of Strategy Research, Global Investment Research

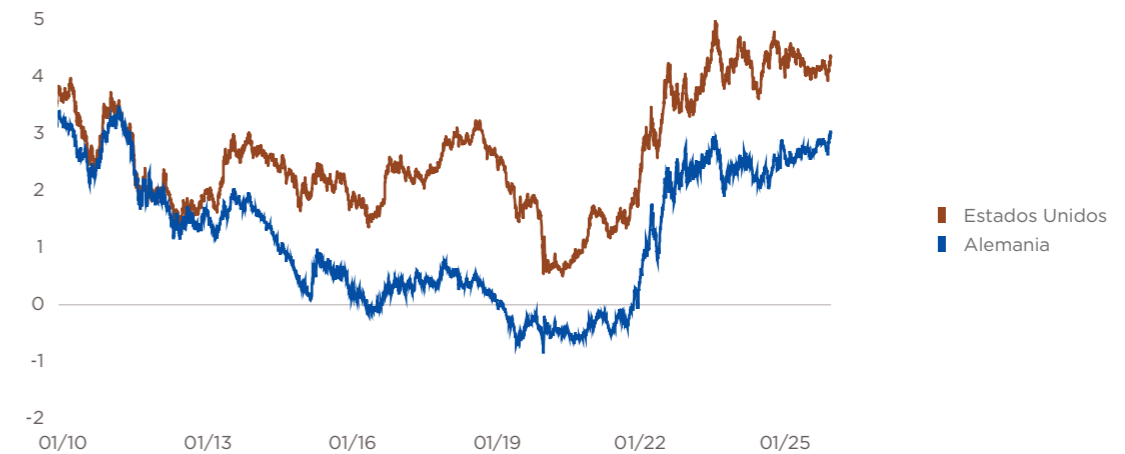
En un contexto geopolítico en tensión, fuente de importante volatilidad y de subida de los precios de la energía, los mercados de renta fija reaccionaron con fuerza en marzo revisando al alza la prima de inflación. En este contexto, y en un momento en que los déficits siguen siendo importantes y la sostenibilidad de la deuda es crítica en muchos países, creemos que los tipos de la deuda pública deberían mantenerse elevados durante mucho tiempo, con riesgos inflacionistas derivados del conflicto de Oriente Medio que añaden un elemento desfavorable adicional. En cambio, los balances de las empresas siguen siendo muy sólidos pese a una mayor incertidumbre, lo que supone una ventaja para la deuda corporativa. Los rendimientos siguen siendo atractivos, pero exigen capacidad de selección entre sectores y segmentos.

## El contexto geopolítico impulsa al alza los tipos de interés

El entorno macroeconómico internacional se complicó considerablemente desde finales de febrero debido al efecto de un impacto energético vinculado a las tensiones geopolíticas en Oriente Medio. Esta situación provocó un rápido aumento de los precios del petróleo y del gas, modificó las previsiones de inflación y provocó un importante repunte de los rendimientos de la deuda pública. Este aumento es el resultado de un ajuste por parte de los mercados monetarios de las expectativas sobre las trayectorias de los tipos de interés de los bancos centrales. El aumento de los spreads de inflación se suma a los spreads de crédito, que sigue siendo elevada debido a los grandes déficits y a la ratio endeudamiento/producto interior bruto (PIB), crítica en muchos países. En este contexto, los tipos a largo plazo de los países del G7 aumentaron considerablemente en 2026, y se espera que se mantengan elevados durante mucho tiempo. De hecho, desde el inicio del conflicto con Irán, los tipos de interés de la deuda alemana han aumentado unos 35 puntos básicos hasta alcanzar su máximo desde 2011 en el 3,07%. El alza de los tipos se ha generalizado en Europa: el BTP italiano (*Buoni del Tesoro Poliennali*) a 10 años ronda el 3,88%, mientras que la OAT francesa (*Obligation Assimilable du Trésor*) a 10 años se sitúa en torno al 3,70%, es decir, unas subidas de 60 pb en pocas semanas. Esta tendencia es mundial, dado que observamos tensiones en los mercados de deuda pública británica, canadiense, estadounidense e incluso suiza.



Gráfico 1 - Evolución de las expectativas sobre los tipos de interés de los bancos centrales en 2026 antes y después del inicio del conflicto de Oriente Medio



Bloomberg, Edmond de Rothschild

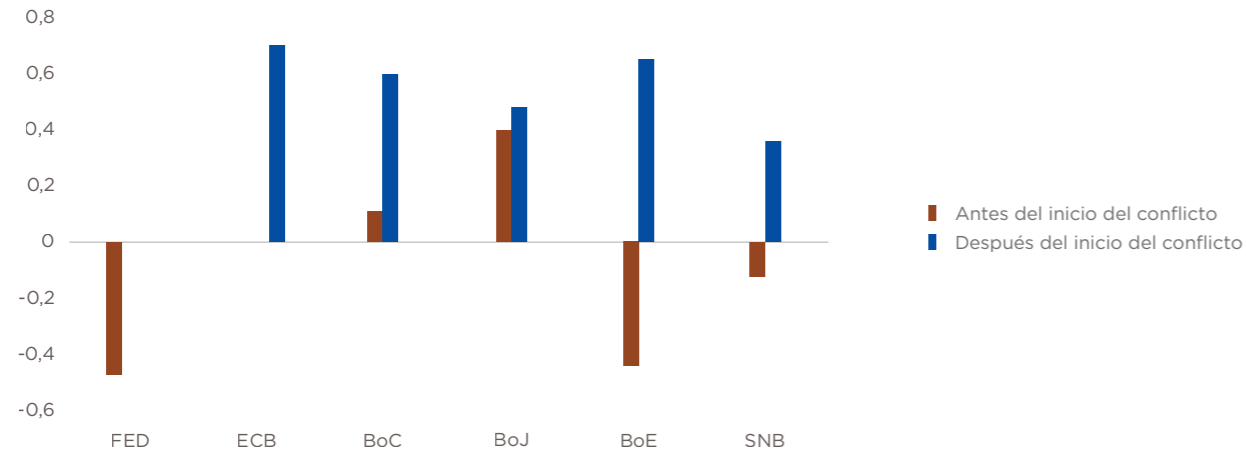
## El ajuste de las previsiones de la política monetaria explica este aumento

Este aumento de los rendimientos de la renta fija se debe principalmente al ajuste de las previsiones de inflación vinculado al alza de los precios de la energía y al aumento de la prima de riesgo geopolítico. Así, las previsiones de política monetaria evolucionaron rápidamente en unas pocas semanas: mientras que los mercados anticipaban hace poco que el Banco Central Europeo (BCE) bajaría los tipos en 2026, ahora descuentan la posibilidad de dos subidas de tipos en 2026. La probabilidad de una primera subida de tipos antes del verano es del 100% descontada de los precios de mercado. Este ajuste no se limita a la zona euro, sino que afecta también al Banco de Inglaterra, al Banco Nacional Suizo y, en menor medida, a la Reserva Federal estadounidense (Fed). Para todos estos bancos centrales, el ajuste de los inversores es importante. Así, la Fed mantuvo en su reunión de marzo su previsión de bajada de tipos en 2026, pero siempre que la inflación se modere sensiblemente. El mercado reaccionó y no prevé más bajadas de tipos en 2026. La historia reciente pone de relieve que los bancos centrales se comunican para anclar las expectativas de inflación y evitar un «efecto secundario» con un aumento de los salarios para compensar el alza de los precios. En episodios anteriores de subida brusca del precio del petróleo, como en 2007-2008 y 2010-2011, la Reserva Federal no aumentó sus tipos de interés, mientras que el BCE endureció su política monetaria en la primavera de 2011, antes de volver a recortar los tipos posteriormente ante la crisis de la deuda pública, lo que desde entonces se ha percibido como un error de política monetaria en Europa.



## RENTA FIJA

Gráfico 2 – Evolución de las expectativas sobre los tipos de interés de los bancos centrales en 2026 antes y después del inicio del conflicto de Oriente Medio



Bloomberg, Edmond de Rothschild

En este contexto, las principales economías desarrolladas hacen frente a un riesgo macroeconómico asimétrico, caracterizado por una inflación potencialmente más persistente y un crecimiento debilitado por el encarecimiento de los costes energéticos. El principal factor que explica la reciente evolución de los mercados sigue siendo el rápido aumento de los precios de la energía. El precio del petróleo Brent superó los 115 USD por barril a finales de marzo frente a unos 72 USD a finales de febrero, lo que supone una subida cercana al 70% en unas semanas. Los precios del gas natural en Europa también han subido considerablemente. A pesar de esta subida, los niveles actuales siguen siendo inferiores a los observados en la crisis energética de 2022, cuando el petróleo alcanzó casi 140 USD y el gas europeo, más de 340 EUR/MWh. En nuestra opinión, el contexto 2026 es muy diferente al observado en 2022, cuando el impacto de la oferta energética se combinó entonces con una conmoción de la demanda derivada de las políticas de apoyo vinculadas a la crisis de la pandemia y un envite de las cadenas de suministro. En este contexto, el riesgo inflacionista parece más moderado en 2026 que en 2022. Además, el riesgo que lastra el crecimiento económico aumenta, reflejado en la rebaja de las previsiones de crecimiento en Europa por parte del BCE y la caída de los índices PMI para esta zona, mientras que en 2022 el apoyo presupuestario tras la pandemia respaldó firmemente el repunte de la economía.

### La deuda pública sigue siendo poco atractiva

En cuanto a la partida de renta fija, la deuda pública no parece interesante. En efecto, los Estados de los países desarrollados siguen estando muy endeudados y las políticas presupuestarias vigentes en Estados Unidos con el horizonte de las elecciones de mitad de mandato, en Japón con los anuncios de bajadas de impuestos y las elecciones legislativas anticipadas, o incluso en Europa con el plan de inversiones en defensa e infraestructura, no son capaces de reducir los déficits durante el año 2026. En consecuencia, los inversores deberían mantener una mayor vigilancia sobre la prima a plazo de los Estados y mantener así los tipos largos en niveles elevados. A corto plazo, el aumento más prolongado de lo previsto de los precios del petróleo reviste un carácter inflacionista, lo que perjudica a los bonos del Estado y podría llevar a los bancos centrales a endurecer su política monetaria, aunque el mercado parece exagerar la magnitud de este endurecimiento.

### Mantener la selectividad en la selección de bonos corporativos

En cuanto a la deuda corporativa, el interés sigue manteniéndose a pesar de un volumen de emisiones muy importante a principios de año y, al mismo tiempo, los índices de volatilidad VIX y MOVE (*Merrill Lynch Option Volatility Estimate*) repuntaron como consecuencia de las tensiones geopolíticas. Los rendimientos absolutos ofrecidos siguen siendo superiores a su media a largo plazo, lo que hace que este componente de renta fija resulte atractivo en términos de perfil riesgo-remuneración. Además, los balances de las empresas siguen siendo sólidos, con unos fundamentales que se benefician de un escaso riesgo de recesión y de un entorno financiero favorable. No obstante, la subida de los tipos largos —si pasara a ser duradero— podría lastrar la solvencia de los sectores más endeudados y ser una fuente de ampliación más marcada. Por tanto, somos más selectivos en las ratios de endeudamiento en el marco de la deuda corporativa.



# Bonos corporativos emergentes: sólidos fundamentales a pesar de la incertidumbre en Oriente Medio

**Lisa Turk**

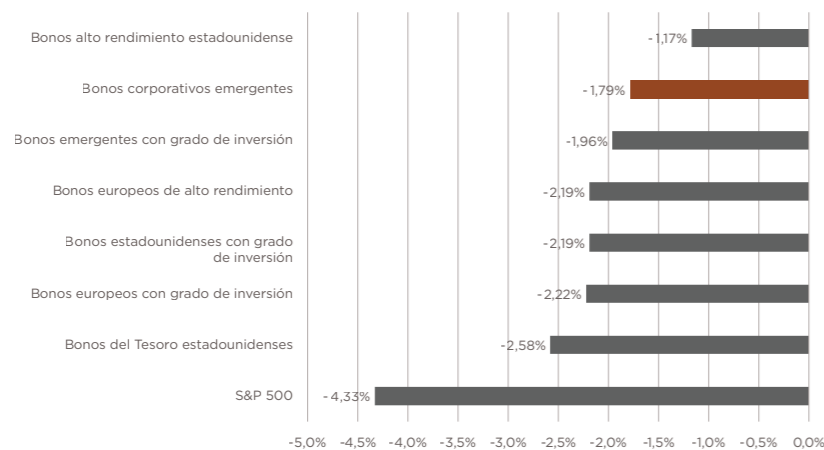
Gestora de deuda corporativa emergente, Edmond de Rothschild Asset Management

**Rami Boustany**

Head of Fixed Income Credit Research, Global Investment Research

Si bien los países emergentes se han situado en el epicentro de las conversaciones geopolíticas desde el inicio de la guerra en Oriente Medio, por el momento el impacto de la deuda emergente en los mercados sigue siendo limitado en comparación con otras clases de activos. El conflicto ha reavivado sobre todo los temores inflacionistas a través del alza del precio del petróleo, penalizando más a los bonos a largo plazo independientemente de su origen que específicamente a los bonos corporativos emergentes, cuyos vencimientos suelen ser más cortos y que han demostrado una férrea resistencia. La exposición a regiones alejadas del conflicto, como Latinoamérica, pero que se benefician de la subida de los precios del petróleo también apuntaló esta clase de activos.

**Gráfico 1 – Rentabilidad de distintos índices de referencia desde el inicio del conflicto en Oriente Medio (27/2/2026-23/3/2026)**



Bloomberg, Edmond de Rothschild

Incluso antes del inicio del conflicto, muchos factores estructurales sostenían la deuda corporativa emergente, como reflejaba el sólido regreso de los flujos desde mediados de 2025. Este renovado interés sigue estando de actualidad, impulsado por el fortalecimiento del comercio Sur-Sur, la voluntad de diversificación de las carteras de los inversores, la debilidad del USD, que beneficia a los países emergentes endeudados en esta moneda, un crecimiento dinámico, los rendimientos atractivos de la clase de activos y el alza de los precios de las materias primas.

**Rentabilidad superior a largo plazo de los bonos emergentes**

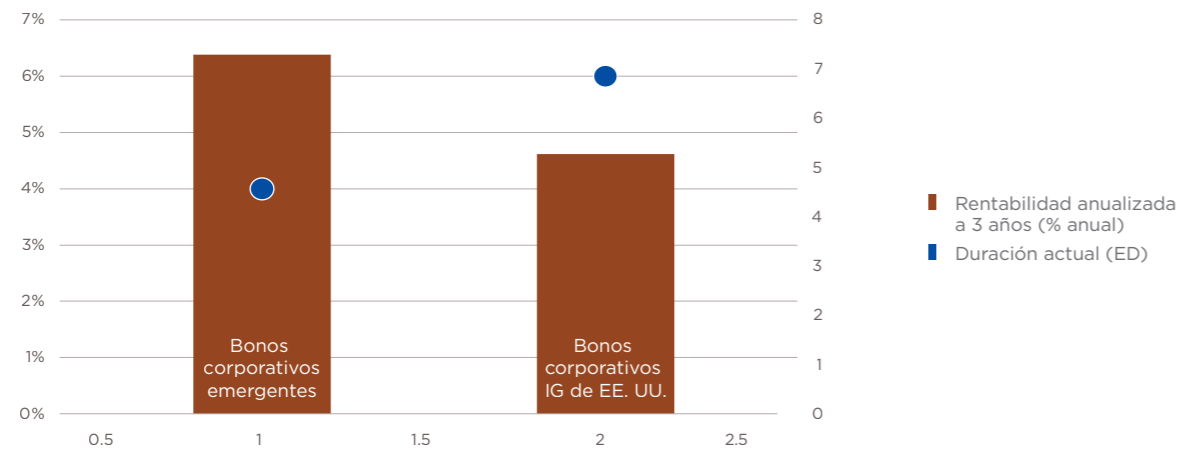
De hecho, muchos países de Latinoamérica, África, Oriente Medio o Asia extraen y exportan recursos como metales básicos, oro o hidrocarburos, y su crecimiento se ha visto impulsado por la subida de los precios de estas materias primas, sobre todo desde la pandemia de la COVID-19 y el desequilibrio que el fin de los confinamientos y los masivos planes de recuperación económica han provocado en las cadenas de suministro. Además, los países emergentes destacan a menudo por un sólido crecimiento demográfico, junto con un aumento del poder adquisitivo, lo que constituye un importante catalizador del crecimiento de los ingresos para las empresas orientadas a los mercados internos, como las empresas activas en los sectores de las telecomunicaciones y el consumo.

Así, los inversores pueden diversificar sus carteras a través de bonos corporativos emergentes denominados en USD, una clase de activos que ofrece a largo plazo rentabilidades superiores a los de los bonos de los mercados desarrollados y puede presentar algunas ventajas técnicas, como una duración generalmente más corta o tipos de cupones relativamente elevados que permiten oportunidades de *carry*. Este rendimiento superior a largo plazo se explica, en parte, por primas de riesgo potencialmente más elevadas, especialmente vinculadas al riesgo país, que puede verse impulsado por una situación geopolítica, una vulnerabilidad a la inflación, instituciones gubernamentales u órganos de gobierno corporativos a veces menos robustos. No obstante, la clase de activos dista mucho de ser homogénea, por lo que la selectividad y la gestión activa de los riesgos resultan determinantes, sobre todo en crisis como el conflicto de Oriente Medio, que actualmente perturba los bonos de las empresas de los países del Golfo y de los países importadores netos de petróleo como Turquía, mientras que otras regiones son más resilientes.



## RENTA FIJA

Gráfico 2 - Rentabilidades anualizadas en los últimos 3 años y duraciones actuales: bonos corporativos emergentes frente a bonos estadounidenses con grado de inversión



Bloomberg, Edmond de Rothschild

### Latinoamérica, la principal ganadora de la dinámica de las materias primas

En efecto, en este contexto de crecientes tensiones geopolíticas, polarización política en Estados Unidos y fragmentación en Europa, la deuda emergente sigue ofreciendo oportunidades atractivas. Latinoamérica, gran beneficiaria de la demanda de materias primas y de la redefinición de las cadenas de suministro, reviste así un gran atractivo para los inversores. En su mayoría exportadores netos de petróleo y alejados del conflicto, la mayoría de los países latinoamericanos se benefician del alza de los precios de la energía, mientras que los efectos negativos siguen concentrados por el momento en unas pocas compañías aéreas, de forma heterogénea en función de su cobertura del riesgo energético. Un estancamiento del conflicto podría sin duda influir en el crecimiento mundial, pero este no es, en esta fase, nuestra hipótesis de referencia. Unas tasas de crecimiento del PIB aún sólidas (Argentina 3,1%, Colombia 2,7%, Perú 3%, Chile 2,5%, Brasil 1,8%; crecimiento previsto por los mercados para 2026) y una evolución del contexto político, cada vez más a la derecha desde hace varios trimestres, respaldan el clima favorable a la inversión en la región. Varias elecciones en 2026 (Brasil, Perú, Colombia) podrían reforzar esta dinámica con políticas potencialmente más favorables para el sector privado.

La exposición más amplia de la clase de activos a las materias primas también constituye un elemento favorable para la deuda corporativa emergente. Más allá de la energía, la dinámica de los metales (cobre, cobalto, zinc, aluminio, litio, oro, plata, paladio) sigue viéndose impulsada por catalizadores estructurales, como la transición energética, los centros de datos, la automatización y la carrera armamentística, en un contexto de escasez crónica de inversiones mineras. Esta combinación beneficia tanto a los emisores directamente expuestos a los metales como a los sectores afines (transporte, logística, finanzas).

Así pues, la deuda corporativa emergente sigue situándose en el centro de una lógica de diversificación de las carteras, y Latinoamérica se impone hoy como una de las regiones priorizadas por los inversores. De momento, el conflicto en Oriente Medio ha reavivado más los temores a la inflación a través del petróleo que los de una recesión, como lo demuestran las primas de riesgo, que se han mantenido estables. Con una duración relativamente corta, la clase de activos está bastante bien situada para superar la volatilidad actual de los tipos.

Gráfico 3 - Índice S&P GSCI de precios de las materias primas (marzo de 2016 - marzo de 2026)



Edmond de Rothschild, Bloomberg



Fotografia de Ludovic Minet, Four Seasons Hotel,  
Megève, França.

Deuda privada

# Mercado de deuda privada: un sólido crecimiento en fechas recientes

**Guilhem Savry**

Head of Strategy Research, Global Investment Research

**Alexander De Bruin**

Head of Fund Research

El mercado de deuda privada, que ha protagonizado un gran desarrollo en los últimos años, ha sufrido un ajuste de sus valoraciones en los últimos meses. Esta corrección está vinculada, por una parte, al cuestionamiento de la perennidad de determinados actores en el sector tecnológico debido al desarrollo de la inteligencia artificial (IA) y, por la otra, al mantenimiento de los tipos de interés en niveles elevados. En esta fase, no observamos ningún riesgo sistémico para el sector bancario, aunque el tamaño de este mercado y su exposición siguen siendo moderados.

El mercado del crédito privado está valorado en más de 2 billones de USD a escala mundial. El tamaño de la deuda privada en Estados Unidos es actualmente equivalente al 6% del PIB nominal, frente al 1% en 2008. Los activos de deuda privada han crecido a un ritmo muy rápido en los últimos años. Si bien la deuda de las empresas ha progresado un +5,5% anual de media en los últimos diez años, este crecimiento no ha sido más que del +3,5% para los créditos bancarios, pero del +14,5% para la deuda privada.

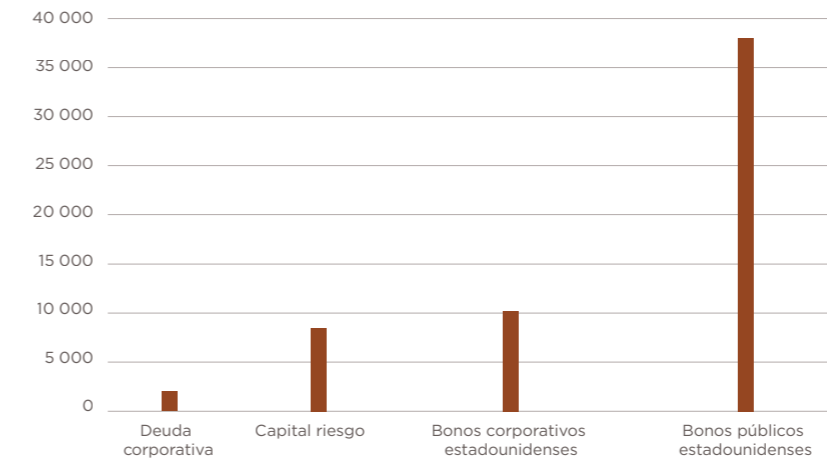
Esto se debe a dos razones:

- Los nuevos requisitos de capital más elevados para los bancos estadounidenses y las pruebas de solvencia (o *stress tests*) regulares después de la crisis financiera de 2008, y las nuevas normas prudenciales en Europa.
- Los reducidos tipos de interés a lo largo de la década de 2010 y hasta 2022 han llevado a muchos inversores institucionales a buscar rendimientos más altos, especialmente en deuda privada.

Sin embargo, si bien el crecimiento ha sido importante desde hace diez años, este mercado sigue siendo de tamaño relativamente modesto en comparación con el de la deuda pública (38 billones de USD en el caso de los bonos estadounidenses) y de los bonos corporativos cotizados (10 billones acumulados en el caso de los bonos con grado de inversión y de alto rendimiento estadounidenses).



Gráfico 1 - Total de los mercados de deuda en Estados Unidos en miles de millones de USD a principios de 2026



Bloomberg, Edmond de Rothschild

## ¿Cuáles son las tensiones actuales en este mercado?

Desde hace algunos trimestres, la clase de activos se enfrenta a dificultades relacionadas principalmente con quiebras de empresas, como las del prestamista estadounidense del sector automovilístico Tricolor Holdings, la del minorista estadounidense de recambios First Brand Group o la gestora de activos británica MFS. Por otra parte, esto se refleja en una limitación de los reembolsos de fondos de inversión importantes, en particular de los fondos de deuda privada de la gestora de activos Blue Owl Capital. Blackstone elevó el umbral de compra de su fondo estrella BCRED para responder a las solicitudes récord de reembolso. El gigante BlackRock también limitó los reembolsos de su fondo HPS Corporate Lending Fund, por un valor de 26.000 millones de USD, tras recibir solicitudes por valor de 1.200 millones de USD de reembolso en el primer trimestre, lo que representa el 9,3% de su valor liquidativo. El fondo de deuda privada Cliffwater Corporate Lending Fund también registró solicitudes de reembolso superiores al 7% de su fondo de crédito privado, por un valor de 33.000 millones de USD.

Por último, en fechas recientes, el banco JPMorgan revaluó a la baja su cartera de deuda privada, subrayando aún más el deterioro de la calidad de los emisores en este mercado. El reciente aumento de las expectativas de tipos de los bancos centrales para contrarrestar la inflación alimentada por el conflicto en Oriente Medio, así como la desconfianza de los inversores respecto a determinados sectores como el del *software* (cuya monetización de las inversiones se ve cuestionada por la IA), intensifican la presión sobre estas empresas, a menudo poco capitalizadas, poco reguladas, endeudadas y poco transparentes sobre su rentabilidad.

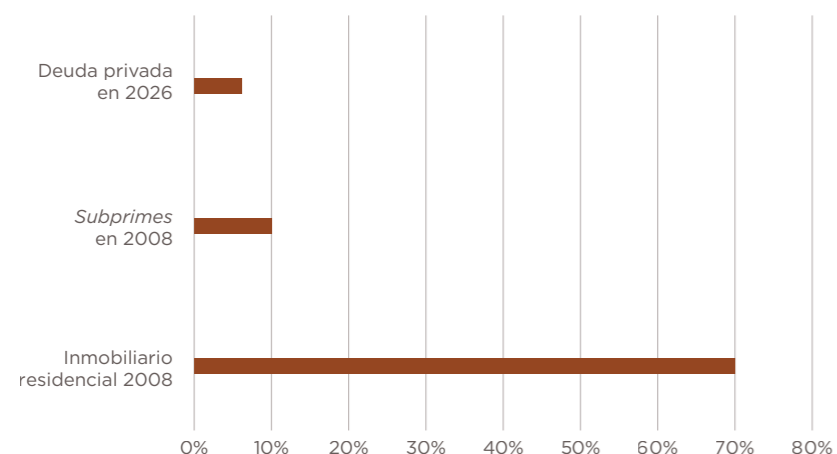


## DEUDA PRIVADA

### ¿Existe un riesgo sistémico en esta fase?

No lo creemos, sobre todo porque la carga de la deuda privada en la economía no tiene parangón con la de los préstamos inmobiliarios estadounidenses en 2008 durante la crisis de liquidez provocada por las hipotecas de alto riesgo (70% del PIB, del cual 10% de las hipotecas de alto riesgo). En nuestra opinión, el mercado de crédito privado mundial no está en crisis, pero se dan varias condiciones para un ciclo de volatilidad más severo que puede verse amplificado por la opacidad del sector y su concentración sectorial actual.

Gráfico 2 - Ponderación de la deuda en porcentaje del PIB de Estados Unidos, 2008 frente a 2026



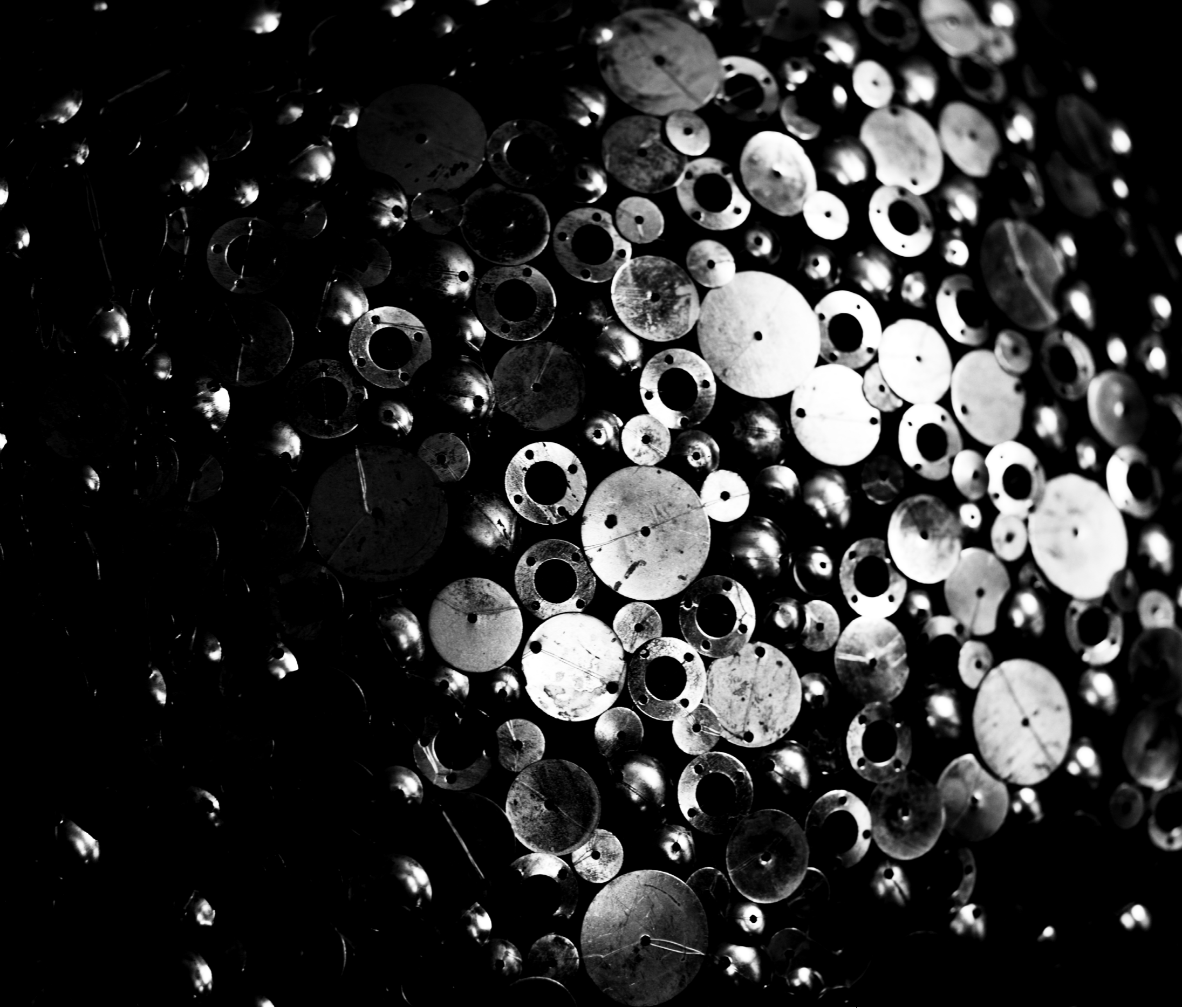
Bloomberg, Edmond de Rothschild

En este punto, las tensiones recientes siguen siendo idiosincráticas y no se ha producido el contagio a los demás segmentos del crédito, en particular el de alto rendimiento. Así, la reevaluación a la baja de la deuda privada se realiza de forma ordenada y discriminatoria, ya que los créditos para los sectores considerados de riesgo, como el *software* o el automóvil, se encuentran bajo presión, pero no el resto de la deuda privada. Los vehículos de deuda privada cotizados han visto cómo su valoración se ha estado bajo presión en los últimos meses, pero en proporciones muy alejadas de lo que pudimos observar durante la crisis financiera de 2008. Además, los diferenciales del sector bancario y de los seguros continuaron bien orientados y en línea con el resto del mercado, lo que refleja la ausencia de tensión en el mercado interbancario. Cabe recordar que los tipos de interés de los préstamos entre bancos se dispararon en 2008. Esto puede explicarse por la exposición moderada de estos sectores a la deuda privada. Actualmente, las exposiciones de las aseguradoras a la deuda privada parecen bastante limitadas, a pesar de una cierta subida. La exposición rondaría el 6% de sus activos. En cuanto al sector bancario, la deuda privada representaría aproximadamente el 10% de los activos.

### ¿Cómo posicionarse en este contexto?

El crédito privado parece estar protagonizando una crisis de confianza tras años de crecimiento fácil a tipos bajos y sin mucha transparencia en algunas inversiones. Esta crisis es visible en los sectores con riesgo de disrupción (*software*, automóviles en particular), pero no pone en tela de juicio este tipo de financiación, ni ejerce impacto en el resto de las clases de activos de renta fija (deuda cotizada en particular). Así pues, el riesgo no es invertir como tal en deuda privada, ya que el crédito privado suele estar garantizado por garantías reales de primer rango, lo que significa que las recuperaciones podrían ser elevadas, sino más bien que el aumento de la deuda de algunas empresas ejerce un cierto efecto de lastre cuando la actividad de las empresas en dificultades se desploma. Dado que el mercado tiende a anticipar y exagerar los riesgos futuros en determinados sectores, sigue siendo probable que se produzcan revalorizaciones en los fondos de deuda privada. Esto justifica la diversificación de sus activos de renta fija, en particular hacia la deuda cotizada, y evitar las carteras demasiado concentradas en los sectores de riesgo. También es necesario analizar mejor la calidad de los valores subyacentes. Esta visión constructiva podría verse cuestionada en caso de conflicto prolongado en Oriente Medio. En efecto, un entorno de menor crecimiento y tipos de interés más elevados podría afectar más a la deuda privada que a la deuda cotizada (ya que es más arriesgada), aunque esta no es nuestra hipótesis de referencia en esta fase.

Por último, en el plano de la renta variable, la deuda privada representa una parte significativa de la exposición de los bancos y aseguradoras. Las empresas financieras europeas parecen menos expuestas que sus homólogas estadounidenses. Debido a los riesgos de exageración del mercado, podría observarse una mayor volatilidad en los bancos y las aseguradoras estadounidenses a corto plazo, más que en Europa, si se mantienen las mismas condiciones.



Detalle, salas del banco, Ginebra, Suiza.

# Mercado de divisas



# Mercados de divisas: guerra, inflación y crisis económica

Jean-Marc Guillot

Responsable Tesorería Grupo

La presidencia de Donald Trump sigue caracterizada por un elevado nivel de incertidumbre y una importante volatilidad en los mercados financieros. El 28 de febrero, junto con Israel, Estados Unidos inició un conflicto armado con la República Islámica de Irán, eliminando al Líder Supremo y a muchos altos mandatarios del régimen. El espejismo de una guerra relámpago y concentrada se desvaneció rápidamente, dando paso a la perspectiva de un conflicto latente y afectando a todos los países limítrofes con Irán. El temido riesgo de bloqueo del estrecho de Ormuz se materializó rápidamente y vino acompañado de la destrucción de infraestructuras energéticas por misiles iraníes en Catar, Arabia Saudí y los Emiratos Árabes Unidos. El sonido de los misiles, el espectro de una crisis del petróleo y el gas y el temor a un bloqueo del comercio internacional reavivaron las tensiones en los mercados financieros. La temática de la inflación regresó a lo grande, al igual que los temores a una ralentización económica. El dólar retomó su papel de valor refugio en periodos de conflicto, mientras la liquidez y las rentabilidades de principios de año del metal amarillo se vieron penalizadas. El franco suizo sigue presionado, mientras que el control resulta más complicado para el Banco Nacional Suizo (BNS). El euro empieza a acusar una situación más bien desfavorable en Europa, vinculada a su importante dependencia energética tanto para el gas como para el petróleo.

## Los bancos centrales ante el impacto de la guerra de Irán

En Estados Unidos, el mercado ya no espera una bajada de los tipos de referencia de la Reserva Federal antes de julio de 2027, a pesar de la llegada de Kevin Warsh al frente de la institución monetaria y de las claras esperanzas de Donald Trump. El riesgo de regreso de la inflación ocupa toda la atención, así como el de ralentización económica. Los índices bursátiles se estancaron inicialmente y pusieron a prueba sus primeros soportes ante los impactos del conflicto de Oriente Medio y el bloqueo del estrecho de Ormuz. Después, repuntaron en cada momento de salida del conflicto, impulsando la volatilidad general. En consecuencia, el dólar estadounidense recuperó fuelle frente a todas las divisas. Se benefició de una estabilización de su *carry* positivo en respuesta al riesgo de regreso de la inflación y desempeña su función habitual de valor refugio en un contexto de conflicto internacional. Así, el índice dólar ha recuperado un 5% entre su mínimo de enero y su máximo de febrero de 2026. Sin embargo, sería necesario un paso decisivo por encima de 100,35 para que el índice continuara su carrera en dirección a 102,85 y posiblemente a 104,60, mientras que el nivel de

97,50/98 le ofrece un soporte. Parece poco probable que se puedan revertir rápidamente las expectativas en materia de tipos de interés e inflación en el contexto geopolítico actual y como consecuencia de los daños causados por Irán en las plantas de producción energética.

En Suiza, la situación difiere un poco de la de Estados Unidos. Aunque el mercado vuelve a considerar la posibilidad de una próxima subida del tipo de referencia del Banco Nacional Suizo, con un aumento del 0,25% previsto para septiembre de 2026, el banco central se enfrenta a una situación relativamente complicada. Las últimas cifras de inflación del mes de marzo se publicaron en el +0,30%, un nivel que sigue estando bastante cerca del umbral de la deflación. En su comité de política monetaria de marzo, el BNS optó por mantener su tipo en el 0%, al tiempo que se mostró dispuesto a intervenir en el mercado de divisas para evitar una apreciación excesiva del franco. En cerca de 0,90 a mediados de marzo, la cotización del EUR/CHF seguía siendo una preocupación para el instituto de emisión. Los recientes repuntes del dólar frente al franco, de 0,76 a 0,80, y del euro frente al franco, de 0,90 a 0,9250, rebajaron la presión. Estos niveles serían suficientes para contener la inflación importada sin tener que subir los tipos a corto plazo y lo suficientemente elevados como para alejar el riesgo de deflación. Por tanto, el BNS debería aspirar a cierta estabilidad en torno a los precios actuales para las próximas semanas. A más largo plazo, se espera que el EUR/CHF continúe su camino hacia 0,94/0,95 y que el USD/CHF se sitúe en 0,84.

Gráfico 1 - Índice del dólar estadounidense (U.S. Dollar Index)



Bloomberg, Edmond de Rothschild



**Europa** no consigue ponerse de acuerdo a la hora de tomar posición sobre el papel que debe desempeñar en el conflicto en curso. Como siempre, la ausencia de cohesión política sigue percibiéndose como una debilidad por los inversores y tiende a lastrar la cotización del euro. En segundo lugar, parece totalmente dependiente de Oriente Medio para sus suministros de energía. Por tanto, los bombardeos iraníes de instalaciones de producción de gas y petróleo en otros países del Golfo hacen temer lo peor. El bloqueo del estrecho de Ormuz también afecta a Europa en el comercio de otros productos, en particular los fertilizantes para el sector agrícola. En el plano de la política monetaria, el regreso anunciado de la inflación llevó a los inversores a anticipar una subida del 0,50% de los tipos de referencia del BCE de aquí a finales de año. Sin embargo, el error histórico de Jean-Claude Trichet, expresidente del Banco Central Europeo, que consistió en subir los tipos demasiado y rápidamente en 2011, debería hacer reflexionar a Christine Lagarde, actual presidenta de la institución. Un aumento del 0,25% (o un *statu quo*) bien podría ser más creíble que el del 0,50% actualmente previsto. Frente al USD como valor refugio, el EUR podría seguir cayendo gradualmente hacia la zona de 1,12/13 de aquí a finales de año.

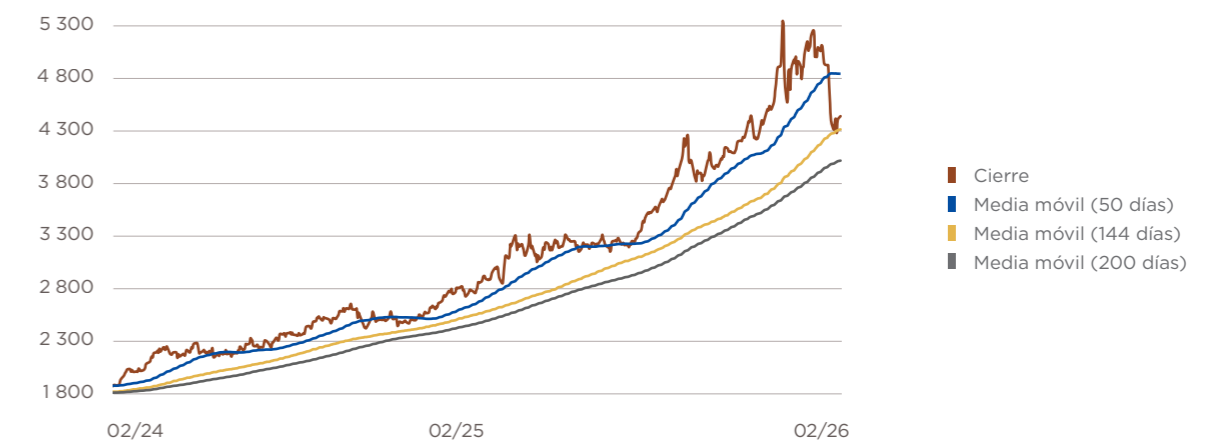
**En Japón**, la primera ministra Sanae Takaichi ganó y obtuvo una amplia mayoría parlamentaria. De este modo, puede continuar con su política de aumento del poder adquisitivo a través de un presupuesto especial y generosidad presupuestaria, todo ello con un aumento del gasto público. Sin embargo, el conflicto iraní añade una nueva dimensión a sus dificultades. La dependencia nipona del petróleo procedente de Oriente Medio alcanza casi el 95%, y un bloqueo del estrecho de Ormuz prolongado pone en peligro sus suministros. El riesgo adicional asumido es doble: una subida de los precios en las gasolineras y una disminución de la actividad de las empresas. Esto eleva aún más la necesidad de inyectar liquidez por parte de un Estado cuyas capacidades financieras distan mucho de ser ilimitadas. El recurso a las reservas de petróleo nacionales y a las de la Agencia Internacional de la Energía solo da un respiro. El Ministerio de Hacienda (MOF) incluso está pensando en intervenir en el mercado de futuros<sup>1</sup> sobre el petróleo... En este contexto, el mercado espera una subida de 50 puntos básicos de su tipo de referencia por parte del Banco de Japón (BoJ) para contrarrestar la probable reacceleración de la inflación. Esta medida tiene más sentido si se tiene en cuenta que la divisa japonesa sigue en un nivel históricamente bajo, cerca de 160 yenes por 1 dólar estadounidense y de 185 yenes por 1 euro. Una moneda débil aumenta el riesgo de inflación importada y constituye un obstáculo adicional para Sanae Takaichi en su misión de restablecer el poder adquisitivo. En este contexto, el MOF podría ampliar sus consideraciones de intervención en el mercado de divisas. El riesgo a corto plazo sigue siendo ir más allá de los niveles psicológicos actuales en torno a 162 en USD/JPY y 187 en EUR/JPY antes de un refuerzo progresivo del yen hacia 152 y 178, respaldado por las acciones del BoJ y del MOF.

<sup>1</sup> Un contrato futuro o contrato a plazo es un producto derivado por el cual los inversores se comprometen a comprar o vender, en una fecha fijada de antemano y a un precio acordado, una cantidad determinada de esta materia prima.

**¿Ha perdido el oro su carácter de valor refugio?**

¿Por qué el oro retrocede más que los índices bursátiles en este contexto de guerra? Hay que tener en cuenta varios elementos. En primer lugar, el hecho de que la demanda reciente esté conformada por compras de fondos cotizados (ETF) ha generado una mayor fragilidad y volatilidad en el mercado: un inversor se deshace más fácilmente de ETF que de lingotes de oro físico. En segundo lugar, en un entorno de tensión acentuada, resulta frecuente recoger beneficios donde queden y liquidar los activos más líquidos para hacer frente a las solicitudes de márgenes. El oro no volvió a caer por debajo de su nivel de cierre de 2025 hasta el 23 de marzo de 2026, durante su jornada de desplome. El cambio de previsiones sobre la evolución de los tipos de interés se impone como tercer factor. La remuneración más elevada esperada en el dólar cuestiona aún más la inversión en oro, que no distribuye ningún interés. Por último, algunos bancos centrales se opusieron a la tendencia prevaleciente en su sector vendiendo algo de oro por razones específicas. Finalmente, el Banco Central de Turquía redujo sus reservas de metal amarillo para intervenir en la cotización de su moneda. El movimiento del 23 de marzo parece haber purgado el mercado y el nivel de 3.800 a 4.000 USD por onza debería constituir un sólido apoyo a medio plazo. Por encima de los 4.500, cualquier repunte corre el riesgo de golpear severamente el umbral psicológico de los 5.000 USD.

**Gráfico 2 - Precio del oro frente al USD (XAU/USD)**



Edmond de Rothschild, Bloomberg



#### Aviso

El presente documento ha sido publicado por Edmond de Rothschild, carece de valor contractual y se ha diseñado exclusivamente a efectos informativos. Queda prohibida la comunicación de este documento a personas en países en los que constituya una recomendación, una oferta de productos o servicios o una solicitud y en los que, como consecuencia, su comunicación pudiera contravenir las disposiciones legales y reglamentarias aplicables. Este documento no ha sido revisado ni aprobado por un regulador de algún país o territorio. Las cifras, comentarios, opiniones y/o análisis que figuran en el mismo reflejan la opinión de Edmond de Rothschild sobre las tendencias del mercado, sobre la base de su experiencia, sus análisis económicos y la información que obra en su poder en la fecha de preparación de este documento, y están sujetos a cambios en cualquier momento sin previo aviso. Es posible que ya no sean exactos o pertinentes en el momento de su publicación, sobre todo teniendo en cuenta la fecha de preparación de este documento o la evolución de los mercados. Este documento está destinado únicamente a proporcionar información general y preliminar a las personas que lo consulten y no debe utilizarse como base para ninguna decisión de inversión, desinversión o conservación. La responsabilidad de Edmond de Rothschild no se verá comprometida en ningún caso por una decisión de inversión, desinversión o conservación adoptada sobre la base de dichos comentarios y análisis. Por tanto, Edmond de Rothschild recomienda a todos los inversores que obtengan las distintas descripciones reglamentarias de cada producto financiero antes de invertir, con el fin de analizar los riesgos asociados y formarse su propia opinión con independencia de Edmond de Rothschild. Se recomienda obtener asesoramiento independiente de profesionales especializados antes de realizar cualquier transacción basada en la información contenida en este documento, en particular para asegurarse de que la inversión es adecuada para su situación financiera y fiscal. Los resultados y la volatilidad pasados no son indicativos de los resultados y la volatilidad futuros, no son constantes en el tiempo y pueden verse afectados de forma independiente por las variaciones de los tipos de cambio. Fuentes de información: salvo indicación en contrario, las fuentes utilizadas en este documento son las del grupo Edmond de Rothschild. Queda prohibida la reproducción o uso total o parcial de este documento y de su contenido sin la autorización de Edmond de Rothschild.

Copyright © Edmond de Rothschild - Todos los derechos reservados

Director de la publicación: Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking & CIO

Redactor jefe: Hervé Prettre, Head of Global Investment Research

Coordinadora de edición: Ariane Girouard

Redacción finalizada el 27 de abril de 2026

Diseño: Lou Pellicari

Imágenes: Edmond de Rothschild

