

Boletín mensual

# *Diciembre y Enero*

# Contenidos

---

3 *Claves del mes*

6 *Desarrollados*

15 *Emergentes*

23 *Cross-asset*

# *Claves del mes*

Tensiones entre EE. UU. y Venezuela  
Netflix refuerza su modelo de ingresos  
Trayectoria cautelosa de la Fed para 2026  
OPEP+ mantiene la disciplina de oferta  
Rally en los mercados globales  
Bancos centrales y los datos

## La escalada de las tensiones entre EE. UU. y Venezuela eleva los riesgos geopolíticos y energéticos

En diciembre de 2025, las tensiones entre Estados Unidos y Venezuela se intensificaron tras una serie de medidas políticas, legales y económicas que reavivaron la incertidumbre geopolítica en América Latina. El gobierno estadounidense amplió las sanciones dirigidas a las exportaciones petroleras venezolanas y a instituciones financieras, alegando retrocesos democráticos, violaciones de derechos humanos y presuntos vínculos entre altos funcionarios venezolanos y redes criminales transnacionales. Estas acciones siguieron a acusaciones previas contra miembros del liderazgo venezolano y a un aumento de la presión diplomática desde Washington.

La escalada se produjo en un momento sensible para los mercados energéticos globales. Venezuela posee las mayores reservas probadas de petróleo del mundo, y cualquier alteración en su producción o exportaciones tiene implicaciones para el equilibrio de la oferta global. Aunque la producción venezolana sigue limitada por años de falta de inversión y sanciones, el recrudecimiento de las tensiones elevó el riesgo de nuevas restricciones a los flujos de crudo, especialmente hacia Asia. Como resultado, los precios del petróleo repuntaron brevemente, reflejando un aumento de la prima de riesgo geopolítico.

Desde una perspectiva política, la situación reforzó las divisiones entre las principales potencias. Mientras Estados Unidos y varios aliados occidentales apoyaron una mayor presión sobre Caracas, países como China y Rusia criticaron las sanciones unilaterales y reafirmaron sus vínculos económicos y diplomáticos con Venezuela. Esto alimentó las preocupaciones sobre la fragmentación geopolítica y el uso creciente de herramientas económicas como instrumentos de política exterior.

Los mercados financieros reaccionaron con cautela. Los activos de mercados emergentes vinculados a América Latina registraron mayor volatilidad, mientras que las acciones del sector energético mostraron un comportamiento mixto. Los activos refugio, como los bonos del Tesoro estadounidense y el oro, recibieron flujos moderados en los momentos de mayor incertidumbre. En conjunto, el episodio puso de relieve cómo las tensiones geopolíticas, incluso sin conflicto militar directo, pueden influir en los mercados globales a través de los precios de la energía, el sentimiento de riesgo y los flujos de capital.

## Netflix refuerza su modelo de ingresos en un contexto de cambio en la industria del streaming

En diciembre de 2025, Netflix se mantuvo en el foco de los inversores a medida que el mercado evaluaba la evolución de su modelo de negocio. La compañía continuó ampliando su modalidad con publicidad y exploró la incorporación de contenidos en directo, con el objetivo de diversificar sus fuentes de ingresos ante la desaceleración del crecimiento de suscriptores en mercados maduros. Aunque la competencia en el sector del streaming sigue siendo intensa, la solidez de su catálogo global y su estrategia de precios respaldaron expectativas de generación estable de caja. La atención del mercado se centró en la evolución de los márgenes, el crecimiento del negocio publicitario y la rentabilidad a largo plazo, en un entorno de crecimiento más disciplinado para la industria.

## La Reserva Federal señala una trayectoria de política cautelosa para 2026

En su reunión de diciembre, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo los tipos de interés sin cambios y señaló un enfoque prudente de cara a una eventual flexibilización de la política monetaria en 2026. Los responsables reconocieron una moderación de la inflación, pero subrayaron la persistente incertidumbre en torno al mercado laboral y al crecimiento global. Los mercados interpretaron el mensaje como moderadamente dovish, lo que se tradujo en una caída de los rendimientos de los bonos del Tesoro y un respaldo a la renta variable. La orientación de la Fed influyó en las expectativas globales sobre tipos de interés y reforzó la sensibilidad del mercado a los próximos datos de inflación y empleo.

## La OPEP+ reafirma su disciplina de oferta

La OPEP+ reiteró su compromiso con los recortes voluntarios de producción hasta comienzos de 2026, con el objetivo de estabilizar los precios del petróleo en un contexto de señales mixtas de demanda global. Aunque el consumo se mantuvo resiliente en algunas regiones, la debilidad de la actividad industrial en Europa y China pesó sobre las perspectivas. Los mercados energéticos reaccionaron con una estabilidad moderada de precios, mientras que las expectativas de inflación permanecieron contenidas. La decisión subrayó el papel continuado de la OPEP+ en la gestión de la oferta en un entorno de crecimiento global incierto.

## Los mercados globales repuntan ante la moderación de la inflación y el refuerzo de las expectativas de recortes de tipos

A mediados de enero de 2026, los mercados financieros globales protagonizaron un rally generalizado tras la publicación de datos de inflación en Estados Unidos que mostraron una desaceleración de las presiones de precios más rápida de lo previsto. Tanto la inflación general como la subyacente sorprendieron a la baja, reforzando la percepción de que el proceso de desinflación estaba ganando tracción. Estos datos fortalecieron la confianza de los inversores en que la Reserva Federal podría comenzar a flexibilizar la política monetaria más adelante en el año, siempre que la inflación continúe convergiendo hacia su objetivo.

Los mercados de renta variable reaccionaron de forma positiva en todas las regiones. Los índices estadounidenses avanzaron impulsados por los sectores más sensibles a los tipos de interés, en particular tecnología y consumo discrecional. Las bolsas europeas acompañaron el movimiento, respaldadas por una mejora del apetito global por el riesgo y una menor preocupación por unas condiciones financieras restrictivas. En Asia también se registraron avances, con los mercados emergentes beneficiándose de la expectativa de tipos de interés globales más bajos y de una mejora de los flujos de capital. El rally reflejó un giro sincronizado hacia activos de riesgo a medida que los inversores reevaluaban las perspectivas de crecimiento y de política monetaria.

En los mercados de renta fija, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense descendieron a lo largo de toda la curva, con los mayores movimientos concentrados en los vencimientos cortos, más sensibles a las expectativas de política monetaria. La caída de las rentabilidades apoyó las valoraciones de la renta variable y redujo la presión sobre los sectores con mayor apalancamiento. El dólar estadounidense se debilitó de forma moderada frente a las principales divisas, proporcionando un soporte adicional a los activos de mercados emergentes y a las materias primas. El oro avanzó, reflejando el equilibrio entre un mayor apetito por el riesgo y la necesidad de cobertura ante la persistente incertidumbre macroeconómica.

El repunte también puso de manifiesto un cambio más amplio en el posicionamiento del mercado. Inversores que se habían mantenido defensivos ante los riesgos inflacionarios comenzaron a reentrar en la renta variable, mientras que los indicadores de volatilidad retrocedieron desde niveles recientes elevados. No obstante, el tono general se mantuvo prudente, subrayando que nuevas subidas dependerán de la confirmación que aporten los próximos datos de empleo y crecimiento.

En conjunto, el rally de enero destacó la elevada sensibilidad de los mercados globales a la dinámica de la inflación y a las expectativas sobre los bancos centrales. Aunque los datos aportaron alivio, los inversores continúan siguiendo de cerca los indicadores económicos para evaluar si la relajación de las condiciones financieras puede sostenerse sin reavivar las presiones inflacionarias.

## Los bancos centrales refuerzan una postura dependiente de los datos ante la desaceleración del crecimiento global

Hacia finales de enero de 2026, los principales bancos centrales, incluida la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, reafirmaron un enfoque prudente y dependiente de los datos en materia de política monetaria. Los responsables reconocieron la moderación de la inflación, pero subrayaron los riesgos derivados de la desaceleración del crecimiento y de la incertidumbre geopolítica. Los mercados financieros reaccionaron de forma mixta: la renta variable se estabilizó, mientras que los rendimientos de los bonos se movieron dentro de rangos estrechos. El mensaje reforzó que las decisiones de política seguirán siendo altamente sensibles a la evolución de los próximos indicadores económicos.

# *Mercados Desarrollados*

Estados Unidos

Zona euro

Reino Unido

Japón

# Estados Unidos

Diciembre estuvo marcado por sorpresas positivas en el panorama económico de Estados Unidos. Pese a los crecientes temores de una burbuja de IA en los mercados de capitales, la actividad económica superó las expectativas, reforzando la narrativa de American Exceptionalism. El optimismo actual se sustenta principalmente en el crecimiento económico y en las decisiones de política de tipos de interés. El PIB real del 3T creció un 4,4% (SAAR), según la estimación revisada de la BEA, por encima del 3,8% del 2T. El principal motor fue el consumo, que aumentó un 3,5%, impulsado por bienes (3,0%) y servicios (3,6%), junto con un fuerte repunte de las exportaciones, que crecieron un 9,6% frente al -1,8% del trimestre anterior. Las importaciones cayeron a una tasa del 4,4%, tras el desplome del -29,3% en el 2T, reforzando la contribución positiva del comercio neto al crecimiento. La inversión fija avanzó solo un 0,8%, frente al 4,4% del trimestre previo, con una composición desigual: el gasto en equipos subió un 5,2% y la inversión en propiedad intelectual un 5,6%, compensados por caídas en estructuras (-5,0%) y en la inversión residencial (-7,1%). El gasto público también aportó al crecimiento, aumentando un 2,2% tras contraerse un 0,1% en el 2T.

## Preocupaciones sobre empleo y desempleo

El mercado laboral comenzó a generar inquietud, dado que la Fed ha reiterado que las condiciones de empleo son un insumo clave para calibrar la política monetaria. Las nóminas se mantuvieron débiles: noviembre (revisado) sumó 56.000 empleos y diciembre 50.000, coherentes con una desaceleración del impulso de contratación. La tasa de desempleo subió al 4,6% en noviembre y retrocedió al 4,4% en diciembre, mientras que el número de desempleados fue de 7,8 millones en noviembre y 7,5 millones en diciembre.

El aumento del desempleo parece concentrarse en segmentos más sensibles a los tipos y de menor antigüedad: el desempleo juvenil alcanzó el 15,7% en diciembre, frente al 3,9% tanto en hombres como en mujeres adultas. La encuesta de establecimientos aún no apunta a un deterioro generalizado: en diciembre, las ganancias se concentraron en servicios de comida y bebidas (+27.000), sanidad (+21.000) y asistencia social (+17.000), mientras que el comercio minorista perdió 25.000 empleos; el resto de los principales sectores mostró variaciones limitadas.

## Actualización de inflación: el IPC se mantiene estable y el IPP se reaccelera por los servicios

En materia de inflación, el IPC de los 12 meses hasta noviembre se situó en el 2,7%, con la inflación subyacente (excluyendo alimentos y energía) en 2,6%. La energía fue el componente con mayor aumento anual (+4,2%), impulsada por los servicios energéticos (+7,4%), incluyendo electricidad (+6,9%), gas por red (+9,1%) y fuel oil (+11,3%). La inflación de alimentos estuvo respaldada por alimentos fuera del hogar (+3,7%), mientras que el resto de componentes se mantuvo en rangos significativamente más bajos. Los datos de diciembre (publicados a mediados de enero) mostraron alimentos +3,1%, energía +2,3% (con servicios energéticos +7,7% y commodities energéticos -3,0%) y la subyacente estable en 2,6%; dentro de esta, los bienes excluyendo alimentos y energía crecieron +1,4% y los servicios excluyendo energía +3,0%.

En paralelo, los precios al productor repuntaron hacia el cierre del año. El PPI de demanda final aumentó +0,5% en diciembre, tras +0,2% en noviembre. El avance de diciembre estuvo liderado por servicios de demanda final (+0,7%), con una contribución relevante de los márgenes de servicios comerciales (+1,7%); transporte y almacenamiento subieron +0,5%, y los servicios excluyendo comercio, transporte y almacenamiento +0,3%. Los bienes de demanda final permanecieron sin cambios en diciembre, tras +0,8% en noviembre: los bienes excluyendo alimentos y energía (+0,4%) compensaron las caídas en energía (-1,4%) y alimentos (-0,3%).

## Real Earnings and Activity

El crecimiento de los ingresos reales se mantuvo moderado pero positivo en términos interanuales. Entre noviembre de 2024 y noviembre de 2025, las ganancias reales promedio por hora aumentaron 0,8%, resultado de un crecimiento nominal del 3,5% frente a una inflación del 2,7%. En diciembre, las ganancias reales promedio por hora se mantuvieron sin cambios respecto a noviembre, ya que el aumento nominal del 0,3% fue compensado por un IPC del 0,3%, mientras que las ganancias reales semanales cayeron 0,3% debido a una reducción de la jornada laboral. En términos interanuales, entre diciembre de 2024 y diciembre de 2025, las ganancias reales por hora aumentaron 1,1%, con un crecimiento nominal del 3,8%.

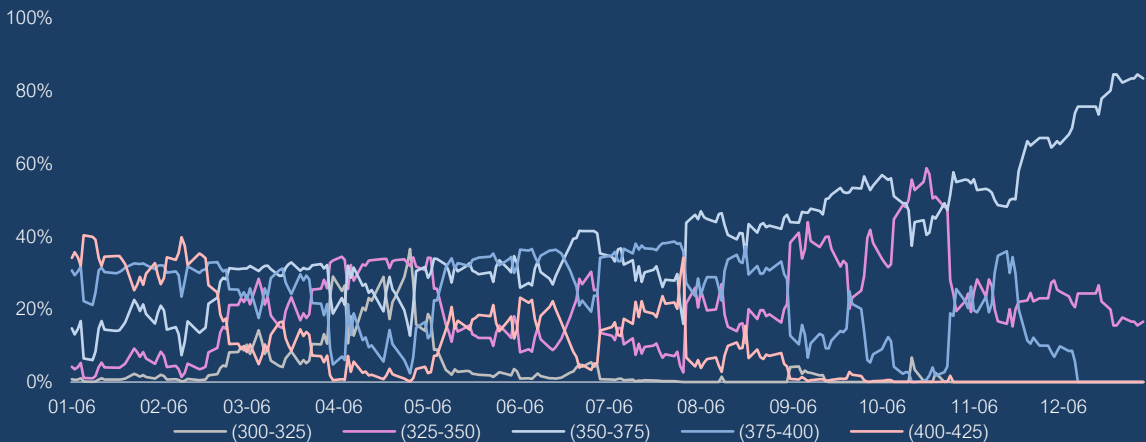
En cuanto a la actividad, las ventas de servicios en octubre se mantuvieron prácticamente estables frente a octubre de 2024 (-0,1% interanual), aunque registraron un crecimiento mensual del 3,4%. En noviembre, las ventas aumentaron 0,6% m/m, compensando parcialmente la debilidad previa. Las encuestas empresariales apuntan a una desaceleración del impulso, aunque aún en terreno positivo. El PMI manufacturero de diciembre se mantuvo en expansión, pero descendió a 51,8 desde 52,2, por debajo de las expectativas del consenso y en su nivel más bajo en varios meses. El mensaje no es de contracción, sino de una mejora más moderada, a medida que las empresas ajustan precios, reconfiguran cadenas de suministro e incorporan la incertidumbre de política económica en sus decisiones de inversión y contratación.

## Interest Rates

En enero, la Fed mantuvo el rango objetivo en 3,50%–3,75% en la reunión del día 28, en línea con lo descontado por el mercado y reforzando la idea de una pausa a corto plazo. Con la actividad sorprendiendo al alza pero un mercado laboral con un impulso visiblemente más débil, el debate de política se centra cada vez más en el timing y el grado de confianza, más que en la dirección, a la espera de señales más claras de la inflación, en particular de los servicios subyacentes, y de la amplitud del empleo antes de reprecificar el próximo movimiento.

En paralelo, el panorama de política monetaria quedó ligado al riesgo de gobernanza: el 30 de enero, el presidente Donald Trump nominó al exgobernador de la Fed Kevin Warsh para suceder a Jerome Powell cuando finalice su mandato como presidente en mayo. La nominación reavivó las preocupaciones del mercado sobre la independencia percibida de la Reserva Federal y el riesgo de presiones hacia una relajación más rápida, incluso si la inflación se mantiene rígida. Las variables clave a seguir son el proceso de confirmación en el Senado y el tono que adopte Warsh entre la nominación y la transición de liderazgo en mayo.

Figura 1  
Probabilidades del tipo objetivo de la Fed



Fuente: CME Group

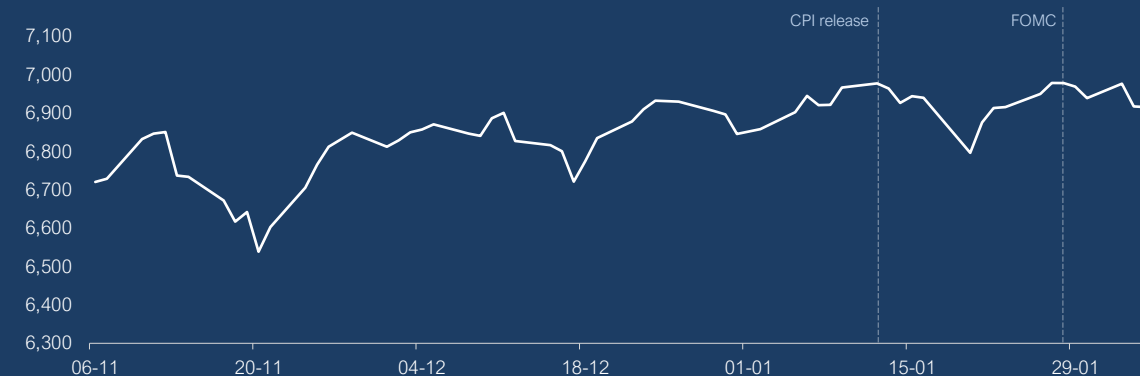
## Las operaciones internacionales elevan la cautela

En el plano internacional, enero estuvo marcado por una fuerte escalada en la política entre EE. UU. y Venezuela. Fuerzas estadounidenses llevaron a cabo una operación en Caracas que culminó con la captura del presidente Nicolás Maduro, tras meses de presión creciente y sanciones vinculadas a presuntas redes de narcotráfico y financiación ilícita. Maduro fue trasladado a Estados Unidos para enfrentar cargos federales de larga data, devolviendo a Venezuela al centro del debate energético y geopolítico de 2026, dada la magnitud de sus reservas de crudo pesado y su relevancia para la oferta en el hemisferio occidental.

Más allá de Venezuela, también aumentaron las tensiones en torno a Groenlandia. El presidente Trump reiteró públicamente demandas para que el territorio se alinee más directamente con el control estratégico de EE. UU. en el Ártico, mientras que Dinamarca y el gobierno groenlandés rechazaron esta postura y los aliados de la OTAN trataron de evitar un impacto negativo en la cohesión de la alianza. Aunque no existe una vía militar explícita, el episodio mantuvo en foco el riesgo arancelario y de negociación transatlántica, especialmente ante la creciente importancia de la seguridad ártica y de las cadenas de suministro de recursos críticos en 2026. En paralelo, 2025 cerró con un desempeño excepcional de la renta variable estadounidense: el S&P 500 avanzó un 16,4% y el Nasdaq Composite, de perfil más tecnológico, un 21,5%. Los sectores de tecnología y servicios de comunicación lideraron por tercer año consecutivo. No obstante, en los últimos tres meses las rentabilidades se moderaron ante el aumento de la presión regulatoria y las crecientes preocupaciones sobre una posible burbuja en inteligencia artificial.

Figura 2

### Índice S&P 500



Fuente: Bloomberg

## Desempeño de mercado y riesgo de gobernanza de la Fed

Los mercados extendieron en enero el tono risk-on de diciembre, con los activos de riesgo cerca de máximos históricos, aunque con un liderazgo muy concentrado. Tras cerrar 2025 con una subida del 16,4%, el S&P 500 avanzó alrededor de un 1,4% en enero de 2026 (MTD ~1,37% al 30 de enero), antes de que la volatilidad repuntara a comienzos de febrero ante un mayor escrutinio sobre las valoraciones de las mega-caps tecnológicas y ligadas a la IA. Las valoraciones siguen exigentes: según FactSet, el PER forward a 12 meses se sitúa en torno a 22,2x, por encima de las medias a 5 años (~20,0x) y 10 años (~18,8x), mientras los analistas proyectan un crecimiento de beneficios cercano al 14,3% en 2026, dejando escaso margen para decepciones. Los tipos permanecieron restrictivos. La curva del Tesoro mostró una ligera re-empinación en enero, con el 2 años pasando de 3,47% a 3,52% y el 10 años de 4,19% a 4,26% (el 30 años de 4,86% a 4,87%), mientras que las condiciones financieras siguieron siendo laxas en términos históricos, con el índice NFCI de la Fed de Chicago en torno a -0,56 a finales de enero. En este contexto, la Fed mantuvo el rango objetivo en 3,50%–3,75% el 28 de enero y reiteró su dependencia de los datos, aunque la narrativa de política monetaria quedó cada vez más condicionada por el riesgo de gobernanza tras el anuncio de Kevin Warsh como candidato para suceder a Jerome Powell. La petición de retraso del proceso por parte de los demócratas en el Senado y el mayor escrutinio sobre la independencia del banco central, incluida la dimisión del gobernador Stephen Miran de su cargo en la Casa Blanca, añadieron un nuevo foco de incertidumbre para los mercados.

# Euro Area

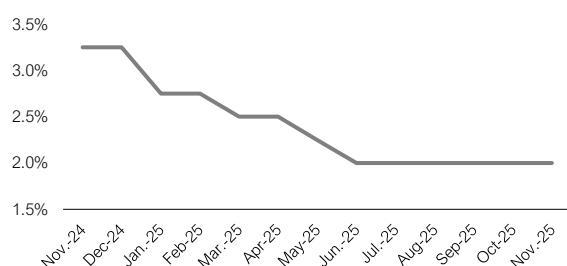
## El sentimiento económico se estabiliza

La zona euro se acerca a un soft landing, con la inflación HICP moviéndose en el rango 2,0–2,2%, lo que permite al BCE pausar su ciclo de relajación monetaria, pese a la debilidad persistente del sector industrial.

### Política monetaria (pausa del BCE)

El BCE mantuvo la facilidad de depósito en 2,00%. Con la inflación cerca del objetivo, la institución ha adoptado una postura neutral, menos restrictiva, orientada a cerrar el output gap negativo.

Figura 3  
ECB Deposit Rate (%)

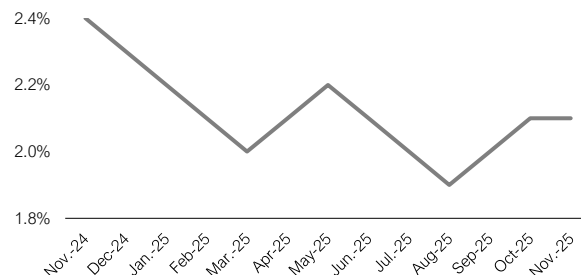


Fuente: European Central Bank

### Inflación (HICP y desinflación)

La inflación HICP interanual se situó en 2,2% en noviembre, confirmando una desinflación exitosa (menor ritmo de inflación, no deflación). La energía se ha normalizado, mientras que la inflación de servicios sigue elevada por ajustes salariales.

Figura 4  
HICP YoY (%)



Fuente: European Commission

### Crecimiento económico y sentimiento

El PIB del 3T creció 0,2% t/t, con una expansión desigual. El Indicador de Sentimiento Económico (ESI) permanece por debajo de 100 (97,0), reflejando la fortaleza de servicios frente a una manufactura débil, especialmente en Alemania.

### Divisa (EUR/USD):

El euro se apreció ligeramente hasta 1,16 USD. Las señales de posibles recortes por parte de la Fed reducen el diferencial de tipos, favoreciendo al euro.

En conjunto, la zona euro ha evitado una recesión profunda, pero el crecimiento sigue frágil y el output gap probablemente continúa ligeramente negativo. Se espera que el BCE mantenga los tipos en 2,00% hasta fin de año; no obstante, si persiste la debilidad industrial, podrían ser necesarios recortes adicionales en 2026 para sostener la inversión y evitar presiones deflacionarias.

# Reino Unido

## Brexit, nueve años después

Nueve años después del referéndum, la posición económica del Reino Unido refleja una serie de ajustes graduales que han transformado de forma estructural su funcionamiento. Más que un escenario abrupto, el impacto se ha materializado de manera progresiva: el comercio se volvió más complejo, la contratación de trabajadores europeos se dificultó y muchas empresas retrasaron decisiones de inversión ante una incertidumbre persistente. El resultado acumulado ha sido una desaceleración sostenida de la productividad, situando al Reino Unido por detrás de economías comparables.

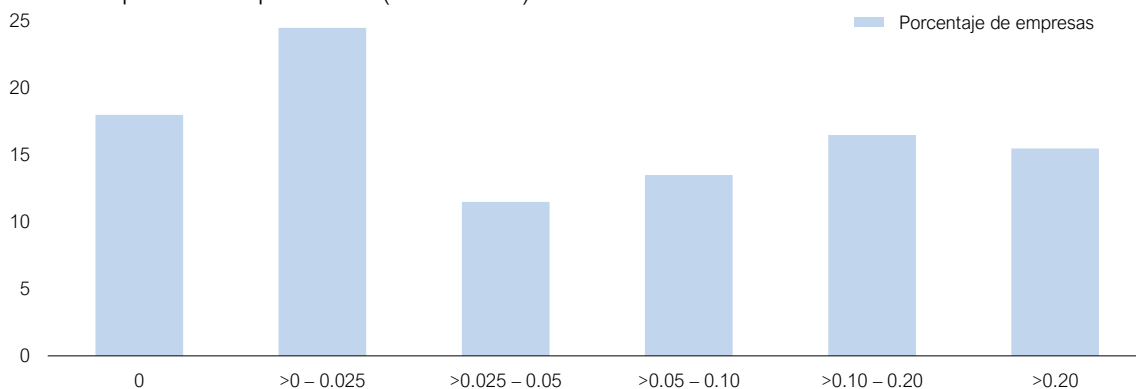
Este menor dinamismo ha tensionado las finanzas públicas. Un crecimiento más débil implica menor recaudación y mayor sensibilidad a los tipos de interés en un contexto de elevada deuda pública. La respuesta política priorizó la credibilidad fiscal, reforzando el margen dentro de las reglas presupuestarias y evitando subidas impositivas explícitas. Se recurrió a medidas discretas, como la congelación de umbrales del impuesto sobre la renta y un mayor gravamen efectivo sobre el ahorro, ampliando la base fiscal sin anunciar nuevos tipos nominales.

Esta estrategia estabilizó el mercado de deuda: los rendimientos de los gilts se moderaron al percibirse disciplina presupuestaria. Sin embargo, el énfasis en la prudencia limitó la capacidad para impulsar inversión pública a gran escala que pudiera revertir parte del deterioro productivo. En combinación con fricciones comerciales y barreras regulatorias, el entorno resultante es de crecimiento bajo y dependiente del ciclo externo.

A nivel sectorial, los efectos fueron desiguales. Los servicios financieros londinenses vieron fragmentarse parte de su actividad orientada a la UE, especialmente en banca mayorista y compensación. Sectores como educación superior y ciencias de la vida enfrentaron menor demanda europea y divergencia normativa. En contraste, infraestructuras de transporte y energía emergieron como destinos de inversión privada, con capital dirigido a redes eléctricas, modernización energética y renovables.

Figura 5

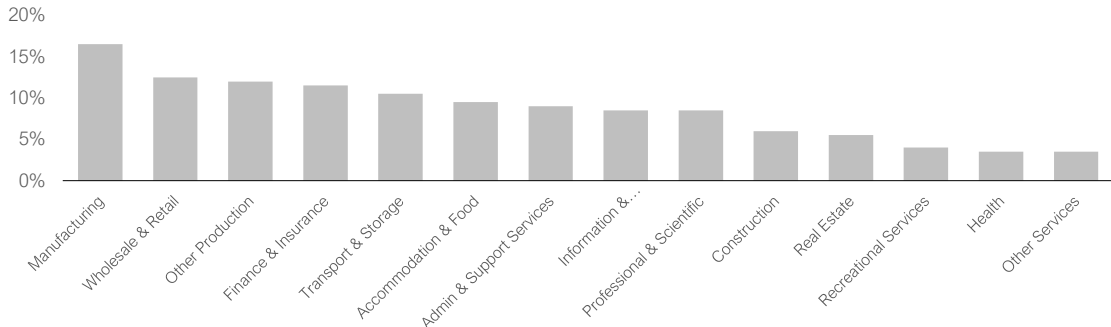
Índice de producción por sector (2022 = 100)



En los mercados de divisas, la libra ha dejado de moverse en estrecha sincronía con el euro. Ahora responde más a la dinámica del dólar estadounidense y al sentimiento global de riesgo, reflejando un mayor grado de autonomía económica. De mantenerse esta trayectoria, la libra tenderá a comportarse como un activo independiente de influencia global, con implicaciones relevantes para la gestión del riesgo cambiario.

Figura 6

### Índice de producción por sector (2022 = 100)



Fuente: The Economic Impact of Brexit (Centre for Social Justice / UK research)

## Colapso sectorial

La industria química del Reino Unido, históricamente central para su base industrial, se está contrayendo de una forma que va más allá de una debilidad cíclica normal. De cara a 2026, el deterioro es cada vez más visible en múltiples segmentos y responde principalmente a los elevados costes energéticos industriales, al aumento de los costes asociados al carbono y a una infraestructura envejecida que requiere fuertes reinversiones. En conjunto, estos factores han hecho más atractivo, desde el punto de vista económico, ubicar la producción intensiva en energía en el extranjero, erosionando de forma progresiva la capacidad del Reino Unido para fabricar insumos industriales básicos a nivel doméstico.

La producción de sal ilustra claramente esta vulnerabilidad. La planta de INEOS Inovyn en Runcorn produce aproximadamente el 50% de la sal del Reino Unido y, a mediados de enero, la compañía advirtió que, sin intervención gubernamental, podría verse obligada a cerrar la instalación. De materializarse, el país pasaría a depender de sal importada por primera vez en la historia moderna, exponiendo a sectores esenciales, alimentación, farmacéutica, tratamiento de aguas y manufactura, a cadenas de suministro más largas y a mayores riesgos externos.

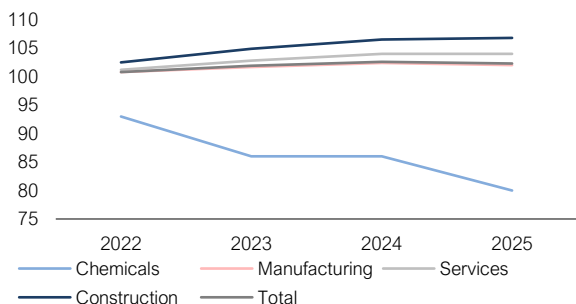
Este patrón no se limita a la sal. El Reino Unido ha perdido la producción doméstica de amoníaco en la planta de Billingham, que históricamente sustentaba el suministro de fertilizantes nitrogenados; actualmente depende de amoníaco importado como insumo. La sosa (carbonato de sodio), clave para las industrias del vidrio y del papel, también ha dejado de producirse localmente tras el cierre de la planta de Lostock de Tata Chemicals Europe, después de cerca de 150 años de operación casi ininterrumpida. Además, INEOS Inovyn salió del mercado británico de productos químicos de azufre, eliminando una fuente relevante de capacidad doméstica.

Estas transformaciones tienen consecuencias económicas más amplias. A medida que disminuye la producción interna de productos químicos fundamentales, el Reino Unido se vuelve más vulnerable a la volatilidad de precios globales, a disrupciones logísticas y a shocks geopolíticos, mientras su base manufacturera se debilita y la resiliencia de las cadenas de suministro se deteriora. Informes recientes señalan que la producción del sector químico ha caído alrededor de un 20% en los últimos tres años, lo que subraya la rapidez de la contracción.

Desde una perspectiva de inversión y de materias primas, el principal canal de transmisión es el aumento de la dependencia de importaciones: mayor sensibilidad a los precios globales del amoníaco y la sosa, a los costes de transporte y a la concentración de proveedores. Al mismo tiempo, la pérdida de producción upstream doméstica puede reducir la demanda energética industrial interna, aun cuando aumenta la "energía incorporada" importada a través de materiales. En conjunto, la relevancia estratégica de la política energética y de los insumos industriales básicos se intensifica a medida que la capacidad doméstica continúa disminuyendo.

Figura 7

### Índice de producción por sector (2022 = 100)



Fuente: Sky News

# Japón

## Elecciones

La primera ministra japonesa, Sanae Takaichi, se prepara para disolver la cámara baja y convocar elecciones generales anticipadas, previsiblemente el 8 de febrero, con el objetivo de asegurar un nuevo mandato tras una reconfiguración significativa de la coalición de gobierno. La decisión se produce tras la ruptura de la alianza LDP–Komeito, que durante años actuó como factor de estabilidad gracias al apoyo electoral de Komeito. La posibilidad de elecciones anticipadas ha inquietado a los mercados financieros, presionando al yen y a los bonos soberanos, a medida que los inversores reevalúan la sostenibilidad fiscal de una de las economías avanzadas más endeudadas. Estas preocupaciones coinciden con la atención puesta en el Banco de Japón antes de su reunión del 23 de enero, en la que se espera que mantenga el tipo de depósito en 0,75%, aunque el mercado busca una orientación más firme sobre futuras subidas ante el aumento de las rentabilidades a largo plazo, impulsadas por el deterioro fiscal y la incertidumbre política. El calendario electoral también complica la aprobación del presupuesto de 2026, elevando la probabilidad de medidas de gasto provisionales.

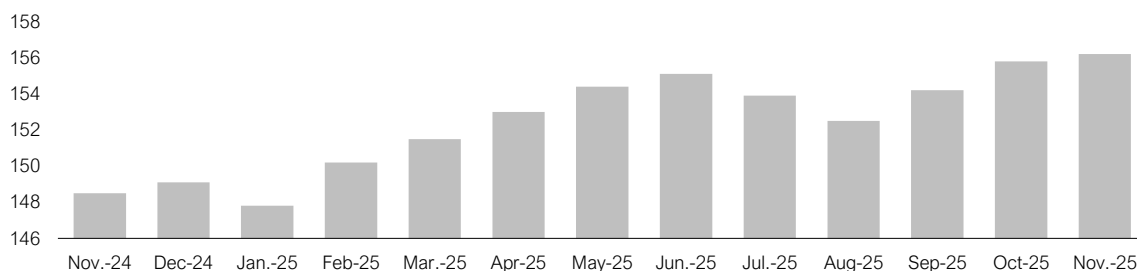
En paralelo, los partidos de la oposición avanzan en la consolidación de fuerzas centristas como respuesta al giro del gobierno hacia una postura más firme en defensa y seguridad nacional. El Partido Democrático Constitucional y Komeito acordaron formar un nuevo partido centrista, inicialmente limitado a los legisladores de la cámara baja, con el fin de coordinar la estrategia electoral y atraer a votantes moderados. En este contexto, las elecciones funcionarán como un referéndum más amplio sobre la agenda económica y de seguridad del gobierno, incluyendo mayor gasto público, aumento del gasto en defensa y la interacción entre la expansión fiscal y la normalización monetaria.

## Nikkei 225 y mercados japoneses

El rally bursátil de entrada en 2025 ha estado marcado por un desempeño históricamente sólido del Nikkei 225, que recientemente cerró por primera vez por encima del nivel de 54.000. El índice acumula una subida cercana a dos tercios desde su mínimo de abril de 2024, una magnitud que contrasta claramente con los repuntes intermitentes y frágiles observados desde 2012. El comportamiento de las retribuciones corporativas ha sido un elemento central de este movimiento, con las empresas cotizadas encaminadas a distribuir aproximadamente 127.000 millones de dólares en dividendos durante el actual ejercicio fiscal. Los pagos por dividendos se han más que duplicado en la última década, con ratios de reparto que actualmente promedian cerca de un tercio de los beneficios.

Figura 8

Dividendos pagados por las empresas del Nikkei 225 (índice base 2015 = 100)



Fuente: LSEG

Pese a la fortaleza de los precios bursátiles, el trasfondo macroeconómico sigue siendo relativamente moderado. El crecimiento del PIB real se proyecta en torno al 1,3% para el ejercicio fiscal 2026, y una parte significativa del reciente crecimiento de beneficios, especialmente entre los exportadores, ha estado respaldada por la depreciación del yen más que por la demanda interna. Esto introduce sensibilidad ante una posible reversión del tipo de cambio a medida que evolucionen las condiciones monetarias. Aun así, el aumento de los ingresos por dividendos ha tenido efectos tangibles en los balances de los hogares y en su participación en los mercados. Los hogares japoneses poseen actualmente cerca de una quinta parte de las acciones cotizadas, mientras que los activos financieros totales de los hogares alcanzaron un récord de ¥2,3 mil billones en septiembre, apoyados por un aumento cercano al 20% en las tenencias de renta variable y un incremento del 21% en los activos de fondos de inversión.

En conjunto, estas dinámicas sugieren que el rally bursátil está cada vez más sustentado por cambios estructurales en la asignación de capital y en el comportamiento de los inversores, lo que permite que el mercado mantenga su resiliencia incluso en un entorno de bajo crecimiento y envejecimiento demográfico.

## Yen y “Takaichi trade”

La dinámica del mercado de divisas en diciembre y enero reflejó cada vez más la prima de riesgo política incorporada en el yen, a medida que los mercados se reposicionaban ante las expectativas de una renovada expansión fiscal bajo la primera ministra Sanae Takaichi. La anticipación de un paquete de estímulos de gran magnitud, estimado en torno a US\$135.000 millones, reforzó la percepción de que la normalización monetaria avanzará con cautela, limitando el apoyo al yen por diferenciales de tipos. En paralelo, se intensificó la presión en el mercado de deuda soberana: la rentabilidad de los bonos japoneses a 20 años alcanzó un máximo histórico ligeramente por encima del 3,14%, mientras que el 10 años subió hasta alrededor del 2,16%, su nivel más alto desde febrero de 1999. Estas dinámicas señalan un aumento de las primas por plazo impulsado por la incertidumbre fiscal y política, más que por cambios directos en la política monetaria. En conjunto, y con una deuda pública que supera el 200% del PIB, estos factores empujaron al USD/JPY hacia la parte alta de su rango posterior a 2024, en torno a ¥159–160 por dólar, niveles que históricamente han generado preocupación oficial.

figura 9

Yen por USD – desde junio de 2024



Fuente: Bloomberg

# *Mercados Emergentes*

China

Brasil

México

MENA (Oriente Medio y  
Norte de África)

# China

## Modelo impulsado por las exportaciones

El modelo económico de China sigue anclado en un marco dirigido por el Estado y orientado a la oferta, que prioriza la escala industrial, la profundidad manufacturera y la competitividad exportadora frente a un crecimiento liderado por el consumo interno. La coordinación de políticas mediante planes plurianuales, la asignación de crédito por parte de bancos estatales y el apoyo industrial selectivo continúan favoreciendo la expansión de capacidad en sectores estratégicos, incluso con una demanda doméstica contenida. Esta estructura ha generado una divergencia persistente entre producción y absorción, canalizando el exceso de oferta hacia los mercados externos. En consecuencia, el comercio se ha convertido en el principal canal de transmisión del ciclo macroeconómico chino hacia la economía global.

## Balanza comercial: resultados históricos

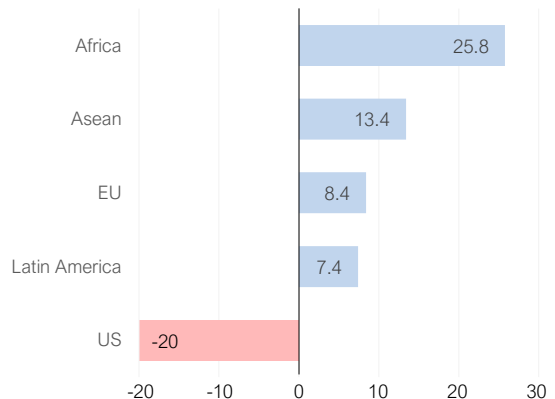
Las cuentas externas de China han entrado en un nuevo régimen de escala. El superávit comercial anual alcanzó casi US\$1,2 billones en 2025, el nivel más alto jamás registrado. La expansión del superávit respondió menos a una caída de las importaciones que a un impulso sostenido de las exportaciones, especialmente en la segunda mitad del año. En diciembre, las exportaciones crecieron 6,6% interanual en términos de dólares y las importaciones repuntaron 5,7%, ambas cifras por encima de las expectativas del mercado. Aun con esta recuperación tardía de las importaciones, el acumulado anual se mantuvo prácticamente plano, dejando a las exportaciones netas como un contribuyente dominante al crecimiento. Desde 2020, el superávit se ha acelerado con fuerza, superando de forma decisiva el umbral de US\$1 billón, lo que indica que las fluctuaciones cíclicas operan sobre un superávit estructuralmente elevado, y no alrededor de una posición comercial equilibrada.

## Si no es EE. UU., ¿dónde?

Geográficamente, el superávit refleja una reorientación marcada de los flujos exportadores más que una fortaleza uniforme de la demanda global. Las exportaciones a Estados Unidos cayeron 20% en 2025, reduciendo su participación al 11,1%, el nivel más bajo desde mediados de los años noventa. Esta debilidad fue compensada por un fuerte crecimiento hacia destinos no estadounidenses: África (+25,8%), ASEAN (+13,4%), Unión Europea (+8,4%) y América Latina (+7,4%). A más largo plazo, estos cambios han redibujado el mapa exportador: ASEAN ha superado a EE. UU. y a la UE como principal socio comercial de China, y los mercados emergentes concentran una proporción creciente del incremento de volúmenes. Para los mercados globales, esta redistribución es tan relevante como el tamaño del superávit, ya que difunde la presión competitiva sobre un conjunto más amplio de economías y reduce la eficacia de barreras comerciales específicas por país para contener la capacidad exportadora agregada de China.

Figura 10

Variación anual de las exportaciones (%) por región

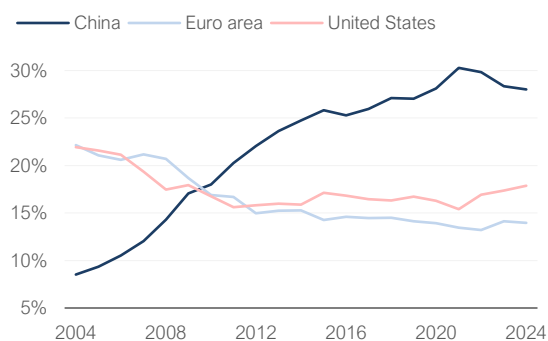


Fuente: Administración General de Aduanas, Wind, Financial Times

El superávit comercial se ve reforzado por la posición dominante de China en la manufactura global. China representa actualmente más de una cuarta parte del valor añadido manufacturero mundial, una cuota que ha aumentado de forma significativa en las últimas dos décadas, mientras que las participaciones correspondientes de Estados Unidos y de la zona euro han disminuido. Esto refleja tanto ventajas de escala como una profundización de capital impulsada por políticas públicas en sectores considerados estratégicos, lo que ha permitido a China avanzar simultáneamente en la cadena de valor sin perder liderazgo en la manufactura tradicional. El resultado es una base productiva capaz de suministrar bienes avanzados e intermedios a volúmenes y precios difíciles de igualar por los competidores.

figura 11

### Participación en el VAB manufacturero global (%)



Fuente: World Bank, BEA

## No solo manufactura, también alta tecnología

A nivel sectorial, la concentración exportadora se ha intensificado más que diversificado. China ostenta cuotas de exportación superiores al 30% en varias industrias clave, incluidas baterías, teléfonos móviles, componentes de semiconductores, ordenadores y equipos eléctricos, y mantiene posiciones relevantes en automoción, maquinaria industrial y robótica. Esta amplitud amplifica los efectos de contagio para los socios comerciales, ya que la presión competitiva ya no se limita a bienes de bajo valor, sino que se extiende a sectores intensivos en capital y tecnológicamente complejos. De forma crucial, esta profundidad manufacturera se ve cada vez más reforzada por el control tecnológico upstream: las empresas chinas lideran las solicitudes globales de patentes en robótica y aplicaciones de "IA física" integradas en máquinas, vehículos y sistemas industriales. La acumulación de propiedad intelectual en estos ámbitos refuerza la influencia sobre estándares y trayectorias de adopción, lo que sugiere que el dominio exportador se complementa con un creciente apalancamiento en segmentos intensivos en innovación.

## ChiNext/Markets

La renta variable china se ha concentrado cada vez más en segmentos tecnológicos y de innovación, un giro que ya se refleja no solo en el mercado secundario, sino también en la emisión primaria y la formación de capital. En el mercado onshore, el índice ChiNext avanzó cerca de 13% en enero, superando con claridad a sus pares globales y a los principales índices domésticos. El rally estuvo impulsado por una fuerte revalorización de compañías expuestas a la IA tras el avance de DeepSeek, con efectos de arrastre en todo el complejo tecnológico local. Grandes plataformas como Alibaba Group y Tencent Holdings aceleraron la integración de IA generativa en servicios en la nube, publicidad y aplicaciones de consumo, mientras que beneficiarios upstream en semiconductores, automatización y manufactura avanzada atrajeron flujos adicionales. El optimismo comienza a trasladarse al mercado primario, con una cartera de OPV en IA, robótica, espacio comercial y movilidad avanzada, señalando un mayor apetito por activos de crecimiento de largo plazo pese a un entorno macro aún frágil.

Los mercados offshore han reflejado esta revalorización, aunque a un ritmo más moderado. El Hang Seng Tech subió alrededor de 6% en el mismo periodo, superando al Nasdaq 100 y mostrando un estrechamiento parcial de los descuentos de valoración aplicados a tecnológicas chinas listadas en Hong Kong. Según Jefferies, una cesta de 33 acciones chinas vinculadas a IA añadió aproximadamente US\$732.000 millones de capitalización en el último año, combinando optimismo de beneficios y expansión de múltiplos. Entre los componentes destacan plataformas de internet, proveedores de infraestructura de IA e innovadores ligados a hardware, con exposición a centros de datos, robótica y sistemas autónomos.

Al mismo tiempo, las valoraciones se han tensado. Cambricon Technologies, productor doméstico de chips de IA, cotiza en torno a 120x beneficios esperados, muy por encima de pares globales del sector. Medidas más amplias muestran un patrón similar: los índices de robótica y automatización avanzada en China superan 40x beneficios forward, frente a ~25x del Nasdaq 100. Estas métricas sugieren que una parte significativa del crecimiento esperado ya está incorporada en precios, elevando el riesgo de sobrevaloramiento en algunos segmentos del complejo tecnológico.

# Brasil

Los días 5 y 16 de enero, el Banco Central de Brasil publicó nuevas proyecciones a través del Boletín Focus. El crecimiento del PIB mostró escasos cambios, manteniéndose en torno al 2,26% para 2025, con previsiones de 1,80% para 2026 y 2027, ligeramente por debajo de las estimaciones de hace un mes. El dólar cerró el año en 5,44 BRL, con el real entre las divisas que más se apreciaron frente al USD (+14,01%), contribuyendo a moderar las presiones inflacionarias.

El IPCA (inflación al consumo interanual) volvió a descender, prolongando la tendencia bajista iniciada en abril. La previsión para 2025 se redujo a 4,31% (desde 4,40% cuatro semanas antes). Para 2026, las expectativas bajaron de 4,16% a 4,02%, mientras que 2027 se mantuvo estable en 3,80%.

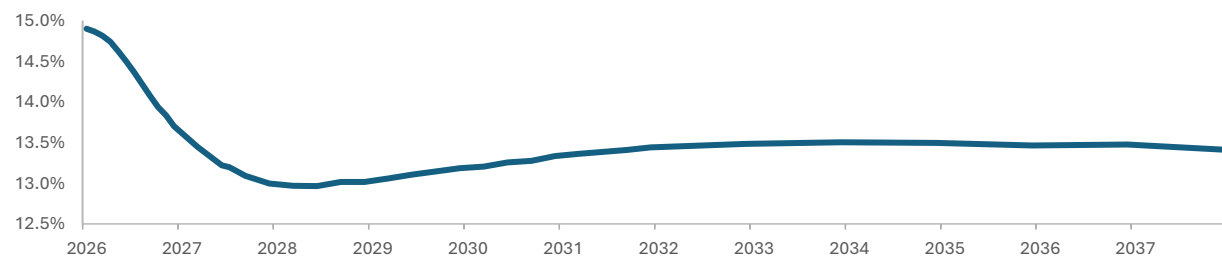
Reforzando la desaceleración inflacionaria, el IGP-M —que combina IPCA, precios al productor y costes de construcción— cerró el año en -1,05% y registró -0,01% m/m en diciembre, revirtiendo parte del +0,27% m/m de noviembre. Este tono deflacionario podría persistir en los próximos meses, dado el compromiso del Banco Central de mantener tipos elevados por un periodo prolongado. El índice ha caído con fuerza en los últimos 12 meses, desde 8,58% en marzo, impulsado principalmente por el PPI, que representa alrededor del 60% del índice.

## Trayectoria de la Selic frente a las expectativas del mercado

En este contexto, la Selic (tipo de interés de Brasil) se mantiene en 15,00%, con una reducción esperada de 2,75 p.p. hasta el cierre del año, situándose en 12,25% a finales de 2026. Aunque sigue siendo un nivel elevado, supone una mejora clara frente a los máximos observados en los últimos tres años. Por su parte, los futuros DI descuentan tipos de interés para finales de 2026 en un rango de 13,75%–14,00%, aproximadamente 1,75 p.p. por encima de la proyección del BCB. El mercado anticipa recortes pronunciados en la primera mitad de 2026, seguidos de niveles más elevados sostenidos en la segunda mitad del año.

figura 12

### Futuros de la tasa DI



Fuentes: B3 and Bloomberg

## Evolución política: reforma fiscal y comercio

En el ámbito político, la Cámara de Diputados de Brasil aprobó a mediados de diciembre el segundo gran proyecto de reglamentación de la Reforma Tributaria, un paso decisivo para completar la transición hacia el nuevo sistema dual basado en el IVA. El objetivo de la reforma es simplificar el sistema tributario brasileño, uno de los más complejos del mundo. No obstante, su implementación será gradual y se extenderá hasta 2033, con una fase de pruebas que comenzará en enero de 2026.

El proceso legislativo estuvo marcado por múltiples modificaciones y desacuerdos. Brasil pasará a tener el IVA más alto del mundo, en torno al 28%, reflejo de la elevada carga fiscal estructural del país. Además, se incorporaron elementos de la agenda política, como la exención del impuesto sobre la renta para quienes perciben hasta 5.000 BRL, nivel equivalente al umbral de exención de 1996 ajustado por inflación. Pese a la controversia, la reforma debería reducir los costes asociados al cumplimiento tributario y favorecer la atracción de inversión extranjera.

En paralelo, la Unión Europea y el bloque Mercosur avanzaron en un acuerdo comercial destinado a crear la mayor zona de libre comercio del mundo entre países europeos y sudamericanos. El acuerdo, planteado inicialmente hace unos 25 años, había sido aplazado reiteradamente por presiones políticas. La votación tuvo lugar en el Parlamento Europeo en Bruselas el 12 de enero.

## Geopolítica y reacción del mercado

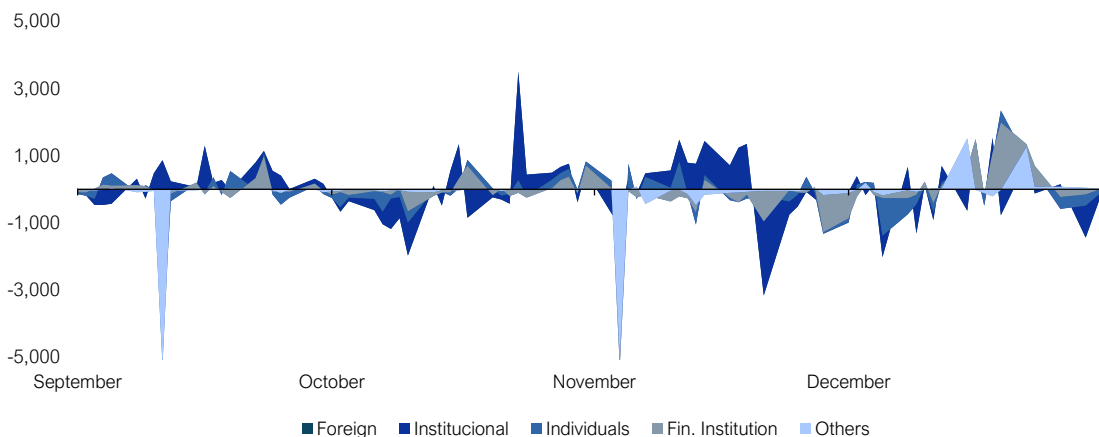
El acuerdo había sido pospuesto en diciembre tras la oposición de los gobiernos de Francia y Polonia, mientras que Italia expresó preocupaciones relacionadas con las medidas de protección a sus agricultores. En contraste, Alemania, España y Portugal se mostraron firmes defensores del pacto, al considerar que ampliará el mercado para productos industrializados europeos, reducirá los precios de materias primas como granos y minerales y disminuirá la dependencia del bloque respecto a Estados Unidos.

En el plano internacional, la incursión de Estados Unidos en Venezuela y la captura de Nicolás Maduro fueron duramente criticadas por el gobierno brasileño. Maduro es un aliado cercano del presidente Lula, y el episodio se perfila como un tema sensible de cara a las elecciones presidenciales en Brasil en octubre.

Aun así, los mercados brasileños reaccionaron de forma positiva. El IBOVESPA cerró el año con una subida del 35,44%, situándose entre los mercados con mejor desempeño a nivel global, apoyado por una fuerte entrada de capitales internacionales, especialmente de hedge funds estadounidenses, y de inversores locales. Los elevados tipos de interés también atrajeron flujos significativos hacia la renta fija. No obstante, pese al comportamiento positivo de la bolsa, la evolución debe interpretarse con cautela: la experiencia histórica muestra que los mercados brasileños pueden registrar rápidas fases de capitalización en entornos externos favorables, pero también sufrir correcciones abruptas cuando los flujos internacionales se revierten, un proceso inherentemente impredecible y volátil.

figura 13

Entradas y salidas de capital en B3 (últimos 3 meses), en millones



Fuente: B3

# Mexico

## Política monetaria e inflación

La postura monetaria en México se ha vuelto cada vez más controvertida, ya que Banxico continúa relajando la política pese a que la inflación permanece por encima del objetivo y las presiones subyacentes siguen siendo persistentes. En su reunión de diciembre, el banco central aplicó un nuevo recorte de 25 puntos básicos, situando la tasa de referencia en 7%, el duodécimo recorte consecutivo desde el inicio del ciclo en marzo de 2024. La dinámica inflacionaria sigue siendo el principal foco de preocupación. Según el Banco de México, la inflación general se ubicó en 3,69% interanual al cierre de diciembre de 2025, por encima del objetivo del 3%. Más relevante aún, la inflación subyacente alcanzó 4,33%, acumulando ocho meses consecutivos por encima del 4%, lo que refleja la persistencia de las presiones de fondo. Estos desafíos monetarios coinciden con un panorama de crecimiento debilitado. El PIB se contrajo 0,2% en el tercer trimestre, tras estancarse en el segundo, lo que llevó a Banxico a recortar a la mitad su previsión de crecimiento para 2025, hasta 0,3%. Aunque el banco central prevé una recuperación gradual en 2026 y 2027, los riesgos a corto plazo siguen elevados por la debilidad de la demanda interna y la incertidumbre en torno a la política comercial y arancelaria de Estados Unidos.

## Mercados y divisa

Figura 14

Evolución del índice BMV



Fuente: Yahoo Finance

Al inicio del año, los indicadores financieros apuntan a condiciones de mercado relativamente estables, pese a las presiones inflacionarias. El peso mexicano se ha movido en un rango acotado, con el tipo de cambio FIX alrededor de 17,7 pesos por dólar, lo que ayuda a contener presiones importadas y limitar el traspaso cambiario. La posición externa sigue siendo un amortiguador clave, con reservas internacionales superiores a USD 252.000 millones, respaldando la confianza en la moneda. En paralelo, los activos de riesgo domésticos han mostrado fortaleza: el principal índice bursátil acumula una ganancia superior al 4% en el último mes y se sitúa más de 30% por encima del nivel de hace un año. La coexistencia de una inflación subyacente elevada con un sólido desempeño de los activos sugiere que las condiciones financieras continúan reflejando liquidez favorable y apetito por riesgo, más que un ajuste pleno a la persistencia de las presiones inflacionarias.

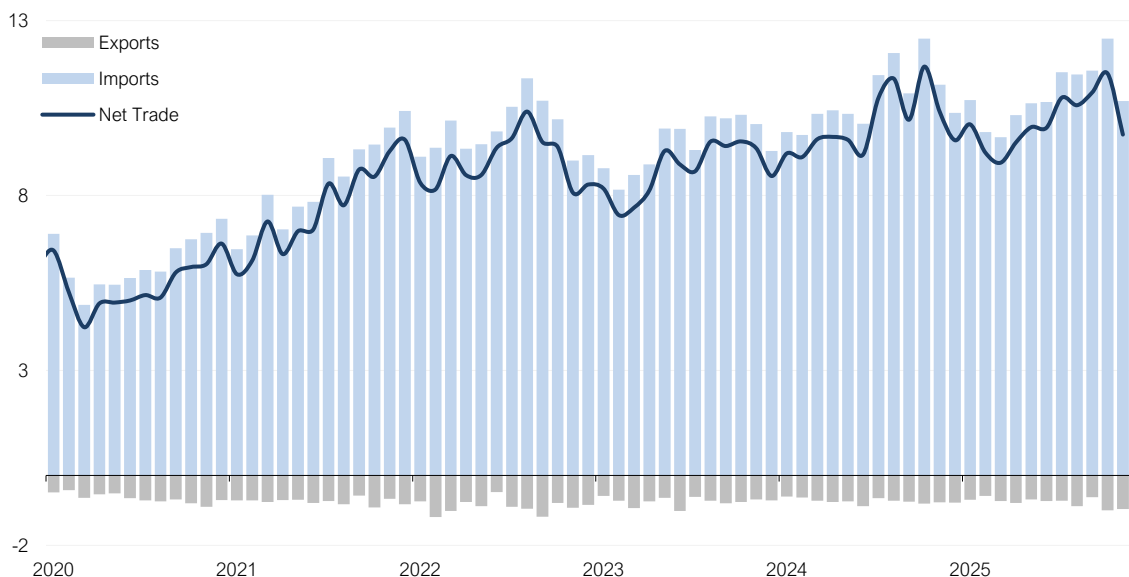
## Aranceles y balanza comercial

México impuso un nuevo paquete arancelario de hasta 50% sobre más de 1.400 productos, afectando a decenas de países sin acuerdo de libre comercio con el país, principalmente China, pero también India e Indonesia. La medida coincide con las crecientes amenazas del presidente Trump de elevar los aranceles a las importaciones, ante las acusaciones de que empresas chinas podrían estar utilizando México para eludir las restricciones comerciales de EE. UU., lo que apunta a una mayor presión geopolítica en la región. Algunas compañías están aprovechando esta reconfiguración. Empresas como WEG, fabricante brasileño de equipos eléctricos, han redirigido parte de su producción hacia México para beneficiarse de aranceles estadounidenses más bajos, al tiempo que reorganizan su base productiva en Sudamérica y aprovechan nuevas instalaciones recientemente inauguradas.

El paquete arancelario refleja las crecientes tensiones estructurales que enfrenta México, cuya integración con Estados Unidos se profundiza mientras el comercio con China sigue expandiéndose. México es actualmente el principal socio comercial de EE. UU., y las importaciones desde China alcanzaron cerca de USD 130.000 millones el año pasado, un aumento superior al 75% desde 2020. Los productos chinos representan aproximadamente una quinta parte de las importaciones totales mexicanas, destacando el sector automotriz: alrededor del 20% de los automóviles vendidos en noviembre provenían de China, y México fue el mayor comprador mundial de vehículos chinos en el primer semestre del año.

En este contexto, los nuevos aranceles, aprobados por amplia mayoría en el Senado y que se espera generen más de USD 2.500 millones en ingresos adicionales el próximo año, buscan no solo proteger industrias locales, sino también mitigar las preocupaciones de Washington sobre un posible uso de México como vía indirecta para evadir restricciones comerciales estadounidenses. Si bien la medida podría ayudar a preservar el acceso preferencial al mercado estadounidense, también eleva el riesgo de tensiones comerciales renovadas con China, cuyo ministerio de Comercio ya ha criticado la decisión y anunciado una revisión de barreras comerciales y de inversión.

Figura 15  
Importaciones y exportaciones de México con China



Fuente: BCMM, Data Mexico

# MENA

## El experimento financiero del Sahel

La decisión de Burkina Faso, Mali y Níger de formalizar la Alianza de Estados del Sahel y crear un banco de inversión confederal es un intento de recuperar control económico tras años de estancamiento e inestabilidad. La salida de ECOWAS refleja el reconocimiento de que el marco regional no logró mejoras sustanciales en seguridad, inversión ni crecimiento. El objetivo no es un estímulo inmediato, sino corregir fallas estructurales que han limitado el desarrollo.

El problema central es la falta crónica de inversión en infraestructura básica. La debilidad en energía, transporte y agricultura ha mantenido baja la productividad. Al centralizar financiación, los gobiernos buscan superar presupuestos fragmentados y dirigir recursos a proyectos que aumenten la capacidad productiva y la seguridad alimentaria. En teoría, esto podría elevar el crecimiento potencial, aunque la ejecución será clave.

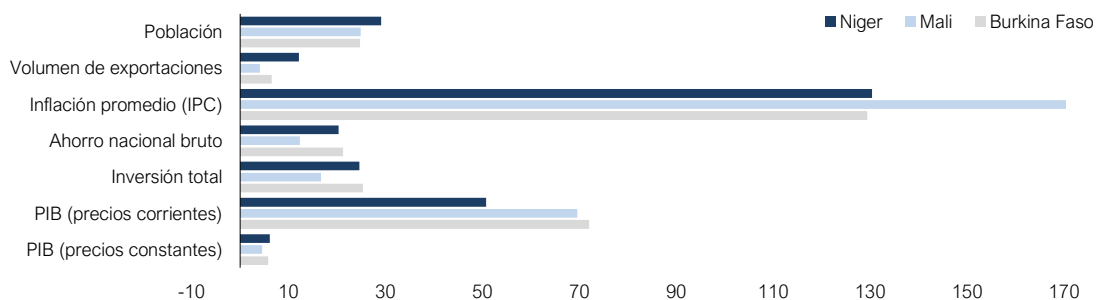
Las restricciones fiscales son severas. El gasto en seguridad presiona las cuentas públicas y la recaudación es limitada. El capital inicial del banco será insuficiente, obligando a recurrir a financiación externa, lo que tensiona el objetivo de autonomía financiera. Socios no occidentales pueden aliviar la presión, pero añaden riesgos geopolíticos y de gobernanza. Aunque rompieron políticamente con ECOWAS, mantienen vínculos técnicos en regulación y estándares financieros, reconociendo que la credibilidad y el acceso a mercados requieren mínimos institucionales. Esto reduce el riesgo de aislamiento total, pero evidencia límites a la independencia económica.

En materias primas, el mayor enfoque en ingresos fiscales podría estabilizar la producción de oro en Mali y Burkina Faso, reduciendo interrupciones más que elevando volúmenes. En Níger, el uranio gana peso estratégico, elevando potencialmente primas de riesgo geopolítico. Las prioridades en seguridad alimentaria, energía y logística implican mayor demanda interna de combustibles, fertilizantes y materiales de construcción, y menor dependencia de importaciones básicas.

En conjunto, la estrategia busca estabilizar fundamentos más que generar crecimiento rápido. El éxito dependerá de la ejecución, la mejora en seguridad y la capacidad de equilibrar soberanía con necesidad de capital externo. Si surgen retornos, serán graduales y ligados a proyectos específicos, no a un repunte macro amplio.

Figura 16

### PIB y datos de consumo para países de África Occidental



# *Cross-asset*

Materias primas

Private Equity

Credit

Fusiones y adquisiciones (M&A)

# Materias primas

## Non-precious Metals

### Cobre

El mercado de metales no preciosos siguió dominado en diciembre y enero por la narrativa de la transición energética y por persistentes restricciones de oferta, con el cobre ampliando las ganancias récord alcanzadas a finales de noviembre. Tras marcar un máximo histórico por encima de US\$11.200/tonelada métrica en la LME a finales de 2025, los precios continuaron acelerándose durante enero, superando los US\$13.000/tonelada hacia el cierre del mes, reflejo de un déficit estructural cada vez más evidente.

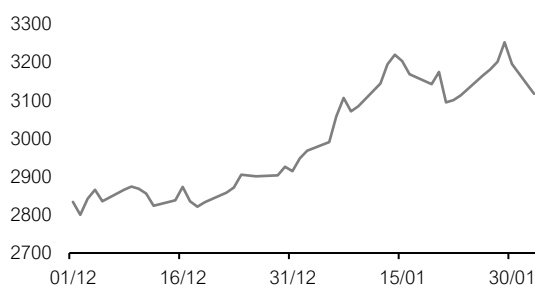
Los análisis del sector mantienen una visión de mercado crecientemente ajustado, proyectando un déficit global de cobre refinado cercano a 330 mil toneladas métricas en 2026, aunque algunas estimaciones de consenso apuntan a un desbalance algo menor. Este escenario está impulsado por disrupciones relevantes de oferta, como el deslizamiento fatal en la mina Grasberg (Indonesia) y los problemas operativos persistentes en Quebrada Blanca (Chile), que han llevado a revisar el crecimiento de la producción minera a apenas +1,4% en 2026. Por el lado de la demanda, los factores estructurales, electrificación, expansión de energías renovables y, de forma destacada, el fuerte aumento del consumo asociado a centros de datos, que podría añadir alrededor de 475 mil toneladas en 2026, continúan sosteniendo el sesgo alcista. En consecuencia, las previsiones apuntan a que los precios del cobre podrían poner a prueba niveles superiores a US\$12.500/tonelada en 2026, con expectativas de precio medio anual revisadas al alza frente a estimaciones previas.

### Aluminio

En contraste, el aluminio siguió una trayectoria más firme pero comparativamente estable, con los precios en la LME subiendo desde alrededor de US\$2.866/tonelada métrica a comienzos de diciembre hasta superar los US\$3.000/tonelada hacia finales de enero. Aunque la perspectiva a medio plazo para el aluminio sigue apuntando a una apreciación más moderada que la del cobre, el metal comienza a beneficiarse del fuerte repunte de este último. La ampliación del diferencial de precios entre ambos está acelerando tendencias de sustitución, con el uso de aluminio en lugar de cobre en determinadas aplicaciones industriales, si bien se trata de un cambio estructural de más largo plazo. No obstante, el cobre continúa siendo considerado por los analistas como el metal industrial preferido, dada su relevancia central en la transición energética global.

Figura 17

#### Aluminio



Fuente: Bloomberg

## Metales Preciosos

Entre diciembre de 2025 y la última semana de enero de 2026, los precios del oro y la plata registraron un fuerte rally hasta alcanzar máximos históricos. Este desempeño estuvo impulsado por la debilidad del dólar y la caída de los rendimientos reales, con los mercados reforzando las expectativas de un giro más acomodaticio de la Fed, reduciendo el coste de oportunidad de mantener estos metales. Según Reuters, el dólar se depreció cerca de un 10% en 2025, actuando como un claro viento de cola para las materias primas denominadas en USD. Asimismo, las compras sostenidas por parte de bancos centrales fueron señaladas como un pilar clave del movimiento alcista. En conjunto, el oro acumuló una subida cercana al 67% en 2025 y alcanzó un máximo intradía de USD 5.594,82 por onza el 29 de enero.

No obstante, la semana pasada se produjo una corrección abrupta: el oro cayó un 9% y un 6% en dos jornadas consecutivas, mientras que la plata retrocedió más de un 30% en apenas tres días. El detonante principal fue un shock de política monetaria de tono hawkish. La nominación de Kevin Warsh por parte del presidente Trump para presidir la Fed fue interpretada como un aumento del riesgo de una política más restrictiva, impulsando al dólar y presionando a los metales preciosos. A ello se sumó el aumento de los requerimientos de margen por parte de CME Group, que intensificó las ventas forzadas, así como la toma de beneficios tras un rally extremo. A largo plazo, la incertidumbre sigue siendo elevada. Aunque se espera que las compras de bancos centrales continúen, una corrección adicional sigue siendo plausible en un escenario de dólar significativamente más fuerte y tipos terminales más elevados.

Figura 18  
Plata



Fuente: Bloomberg

Figura 19  
Oro



Fuente: Bloomberg

## Metales no preciosos

### Energía

Desde diciembre, los mercados energéticos han sido el principal foco de volatilidad. El Brent cayó hasta US\$58,92/barril el 16 de diciembre, rebotó hacia el cierre del año (US\$73,16) y volvió a retroceder a mediados de enero (US\$64,13), mientras que el WTI siguió una dinámica similar. A finales de enero, los precios permanecían en rango, reflejando la tensión entre la cautela por la demanda y el posicionamiento por el lado de la oferta.

### Gas

En EE. UU., el Henry Hub pasó de niveles elevados a comienzos de diciembre (~US\$5,35/MMBtu) a una curva más moderada a mediados de enero (~US\$3,10/MMBtu). En Europa, el TTF subió desde menos de €30/MWh a cerca de €37,5/MWh, mientras que el GNL asiático (JKM) se fortaleció, con el contrato de marzo en torno a US\$10,10/MMBtu.

### Agricultura

La operativa desde diciembre ha estado dominada por ajustes graduales y cruces macroeconómicos, más que por un shock climático puntual. Hasta mediados de enero, los precios en CBOT se mantuvieron contenidos: maíz ~424,75¢/bu (US\$4,25), trigo ~518,00¢/bu (US\$5,18) y soja ~1.068,75¢/bu (US\$10,69) al 16 de enero. El WASDE de enero del USDA sesgó ligeramente a la baja el balance del maíz, elevando la producción estadounidense 2025/26 a 17.021 millones de bushels y los inventarios finales a 2.227 millones, con un precio medio estimado de US\$4,10/bu. En soja, el USDA recortó exportaciones y aumentó inventarios finales (350 vs 290 millones de bushels), reduciendo el precio medio a US\$10,20/bu, coherente con la dificultad del mercado para sostener una prima de riesgo. A nivel de cesta de consumo, el índice de alimentos de la FAO cayó un 0,6% m/m en diciembre de 2025, aunque los cereales (+1,7%) y el azúcar (+2,4%) mostraron fortaleza, subrayando la divergencia entre subsegmentos alimentarios.

# Crédito

## Crédito corporativo y mercado de bonos

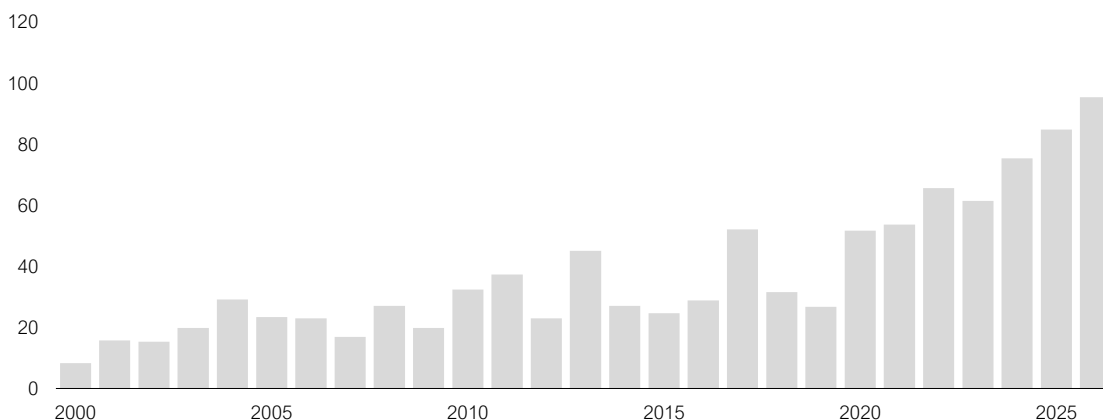
El mes de diciembre mantuvo la tendencia observada en los últimos meses, con una compresión de los diferenciales corporativos hasta niveles claramente por debajo de las medias históricas y un mayor protagonismo de la deuda privada dentro del universo de inversiones alternativas, especialmente en Europa.

En Estados Unidos, la Reserva Federal emitió tanto deuda a corto como a largo plazo. Las emisiones a largo plazo se subastaron en diciembre según lo previsto el mes anterior, en dos tramos: una serie con vencimiento en 2055 por 22.000 millones de dólares y otra con vencimiento en 2045 por 13.000 millones. Además, según un informe reciente de Fitch Ratings, las tasas de impago descendieron al 2,5% en bonos high yield TTM y al 4,8% en préstamos apalancados, desde el 2,8% y 5,0% registrados en noviembre. Aun así, los niveles de impago en préstamos apalancados siguen siendo elevados, situándose como los terceros más altos de la serie histórica, solo por detrás de 2009 (10,5%) y 2024 (5,3%).

En la zona euro, los datos del BCE muestran un crecimiento del 5,1% en la deuda pública, reflejando la continuidad del endeudamiento soberano. En el sector corporativo, el aumento fue del 3,8%, aunque el principal foco en diciembre fue el fuerte crecimiento de la emisión por parte de intermediarios financieros no bancarios, que se incrementó un 10,7%. En conjunto, el total de deuda en circulación creció un 5,7% en diciembre, señalando una expansión del crédito a través de los mercados de bonos.

Figura 20

Emisión de bonos investment grade en la primera semana completa de enero (US\$ miles de millones)



Fuente: LSEG

En APAC, y específicamente en China, los estímulos gubernamentales podrían mejorar gradualmente la demanda de crédito hacia finales de año, ya que los nuevos préstamos bancarios de diciembre crecieron por encima de las expectativas. Según cálculos de Reuters basados en datos del PBOC, los bancos concedieron 910 mil millones de yuanes en nuevos préstamos en diciembre, frente a 390 mil millones en noviembre. Los préstamos a hogares se redujeron en 91,6 mil millones de yuanes, mientras que el crédito corporativo aumentó en 1,07 billones de yuanes. En Corea del Sur, se registró una caída de los préstamos bancarios tanto a hogares como al sector corporativo, incluyendo una reducción del crédito a las pymes, lo que pone de manifiesto la desaceleración de la inversión. El crédito al sector corporativo disminuyó en 11,5 billones de wones, de los cuales 2 billones correspondieron a grandes empresas, atribuyendo el Banco de Corea este movimiento a amortizaciones temporales de préstamos.

En América Latina, el mercado se mantiene activo y consolidado, impulsado por una emisión anual récord, con emisores capaces de refinanciar deuda existente y lanzar nuevas operaciones pese a la incertidumbre macroeconómica. Argentina captó 1.000 millones de dólares en su primera emisión doméstica de deuda desde la reestructuración de 2020, a comienzos de diciembre, con una rentabilidad cercana al 9,26%, marcando un paso hacia el retorno a mercados de capitales más amplios. Colombia, por su parte, se posicionó durante diciembre planificando estratégicamente múltiples operaciones de gestión de deuda en mercados locales e internacionales para 2026, con el objetivo de gestionar vencimientos y optimizar su estructura de financiación, tras ahorrar 21 billones de pesos (5.500 millones de dólares) en pagos de servicio de deuda. Asimismo, la ciudad de Bogotá emitió en diciembre los primeros bonos verdes internacionales colocados por un municipio en América Latina, por un monto aproximado de 600 millones de dólares. Incluyendo emisiones soberanas y subnacionales, el 93,4% de la colocación fue asignado a inversores internacionales, reflejando la confianza de los mercados globales en la solidez fiscal de la región.

## Crédito privado y préstamos directos

Las dudas sobre la resiliencia del crédito privado comienzan a intensificarse ante el aumento de las tasas de impago, la proliferación de estructuras covenant-lite y una competencia creciente que está relajando los estándares de suscripción, elevando así el riesgo del mercado.

Un caso destacado es el de **EPR Iguazu**, que logró emitir con éxito, a finales de diciembre de 2025, un tramo de debentures incentivadas por un total aproximado de 8,6 mil millones de reales, la mayor emisión del año en Brasil, destinada a financiar inversiones en autopistas.

Según la **Alternative Investment Management Association (AIMA)**, el mercado global de crédito privado alcanzó los 3,5 billones de dólares en activos bajo gestión, reflejando la maduración continua del sector en todas las principales regiones, especialmente en Europa. Sigue siendo atractivo para los inversores por sus flujos estables, difíciles de replicar en otros activos alternativos con un perfil de riesgo comparable. No obstante, el aumento de la competencia está comprimiendo los diferenciales, aunque los retornos siguen siendo atractivos, manteniéndose como la clase de activo alternativo de mayor crecimiento en las últimas dos décadas, según el **Alternative Credit Council**.

En conclusión, mantenemos una postura cautelosa respecto al futuro del mercado crediticio, especialmente tras las recientes noticias sobre la posible imposición por parte de Trump de un límite del 10% a las tasas de las tarjetas de crédito, cuyas consecuencias aún son inciertas tanto en Estados Unidos como a nivel global si se implementa el 20 de enero. Con diferenciales en descenso y una competencia cada vez más intensa en la deuda privada, el impacto potencial es relevante. Aun así, el panorama inmediato sigue siendo positivo: ya en la primera semana de enero, los prestatarios corporativos estadounidenses capturaron más de 95.000 millones de dólares a través de 55 emisiones de bonos investment grade, el mayor volumen registrado desde mayo de 2020, según datos de **LSEG**.

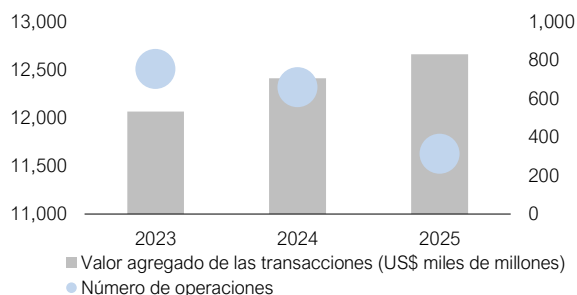
# Private Equity

Enero de 2026 apunta a un entorno cautelosamente más favorable para el capital privado. Con los tipos de interés ya mayoritariamente estabilizados, aunque aún por encima de los niveles previos a 2022, los patrocinadores están desplegando capital en temáticas defensivas y de alta calidad: activos con demanda estable, generación de caja predecible y palancas claras de creación de valor operativo. Aunque el entorno de salidas sigue siendo desigual, el flujo de operaciones de este mes está liderado por transacciones de gran tamaño y con valoraciones claras en “sectores de calidad”. La exclusión de bolsa de OneStream por parte de Hg (6.400 millones de dólares) refuerza el apetito por plataformas empresariales críticas; las conversaciones reportadas sobre la posible adquisición de Optum UK por TPG (1.200–1.400 millones de libras) destacan la demanda continua de TI sanitaria con altos costes de cambio; y la operación de AE Industrial Partners para adquirir cerca del 60% de la unidad Space Propulsion & Power Systems de L3Harris (845 millones de dólares de valor empresarial) señala el interés persistente en activos especializados de la cadena de suministro aeroespacial y de defensa, donde la creación de valor es principalmente operativa. En consumo, la operación de L Catterton por más de 500 millones de dólares en Good Culture muestra que los patrocinadores siguen dispuestos a pagar por marcas alineadas con el bienestar y con un impulso tangible, mientras que la propuesta indicativa de InPost (6.000–7.000 millones de euros) subraya que las operaciones de exclusión bursátil siguen siendo atractivas cuando las valoraciones cotizadas quedan rezagadas frente a los criterios de inversión del capital privado, especialmente en plataformas logísticas de perfil infraestructural.

En cuanto a las salidas, las vías se están reabriendo de forma selectiva: la presentación para una OPV de Liftoff, respaldada por Blackstone, apunta a un retorno prudente de las salidas a mercado para los activos adecuados, y los compradores estratégicos siguen activos, como demuestra la venta de Symmetry Energy Solutions a NextEra y la desinversión de activos por 3.450 millones de dólares de Energy Capital Partners a Talen. El mensaje estructural de mayor calado, sin embargo, es el auge continuado de la “liquidez manufacturada”, donde los vehículos de continuación y las operaciones en el mercado secundario se utilizan cada vez más para generar distribuciones cuando las ventanas tradicionales de salida se retrasan, como ilustra la actividad de HSG con vehículos de continuación vinculados a su exposición a ByteDance. En conjunto, la combinación observada en enero respalda una visión para 2026 de despliegue sostenido de capital en software empresarial, TI sanitaria, industriales estratégicos, logística e infraestructuras, y consumo premium resiliente, con una recuperación gradual de las salidas liderada por OPV selectivas y ventas estratégicas, y con las estructuras de secundarios y de continuación actuando como una válvula de presión clave para las distribuciones.

Figura 21

Valor agregado de las transacciones de PE/VC y número de operaciones



Fuente: S&P Global

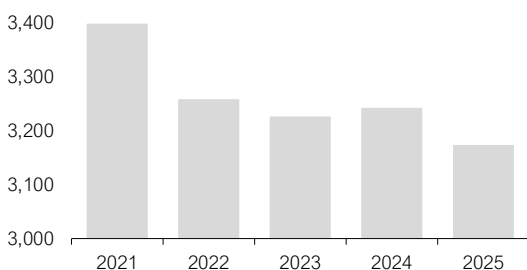
# M&A

## “The Great Unlocking”

El inicio de 2026 ha estado marcado por un creciente optimismo en el mercado global de fusiones y adquisiciones (M&A), con varias operaciones de gran capitalización y mega-deals impulsadas por la flexibilización regulatoria y los recortes de tipos de interés tras años de restricciones estrictas. En el sector energético, la potencia nuclear Constellation completó el 7 de enero la adquisición de Calpine Corporation, un importante productor de energía a gas y renovable, en una operación valorada en aproximadamente entre 16,4 y 26 mil millones de dólares. La transacción, que requirió ciertas desinversiones para obtener la aprobación del Departamento de Justicia de Estados Unidos, combina la flota nuclear de Constellation con los activos geotérmicos de Calpine, convirtiendo a la empresa en el mayor productor independiente de energía de Estados Unidos y reforzando su dominio de mercado. Por su parte, el gigante tecnológico Meta cerró una adquisición por 2 mil millones de dólares de la startup de inteligencia artificial Manus, con sede en Singapur, cuyo núcleo son agentes autónomos de IA y que generó aproximadamente 100 millones de dólares en ingresos en 2025, fortaleciendo la posición de Meta en el sector tecnológico a pesar del escrutinio regulatorio desfavorable procedente de China.

Figura 22

Valor agregado de las transacciones de todas las operaciones de M&A

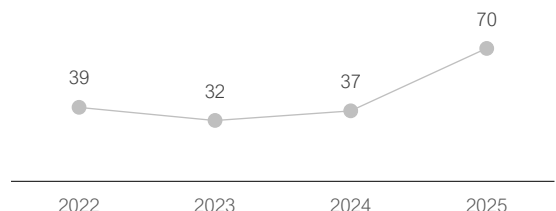


Fuente: S&P Global

Estas transacciones ponen de relieve la dependencia del crecimiento corporativo impulsada por unos tipos de interés más bajos tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea, lo que ha incrementado de forma efectiva las adquisiciones intensivas en capital. Este entorno favorable se ve reforzado por una mayor transparencia regulatoria tras la transición política en Estados Unidos, junto con un aumento abrupto interanual de la demanda de infraestructuras vinculadas a la inteligencia artificial. Según Goldman Sachs, en 2025 se asesoró un pipeline récord de casi 1,5 billones de dólares en operaciones, y el banco proyecta un sólido crecimiento del 10-20% para 2026, impulsado por el capital disponible acumulado durante los años de cautela y por un entorno de financiación más predecible. Este resurgimiento no se limita a una mera expansión horizontal, sino que representa una “des-riesgización” fundamental de los modelos de negocio mediante la adquisición de tecnología propietaria y de independencia energética, como se observa en las recientes consolidaciones multimillonarias en los sectores de energía y de IA agentiva. El mundo de las M&A ha comenzado el año con una nota prometedora, evidenciando una clara brecha entre las incertidumbres macroeconómicas y la volatilidad de los mercados, por un lado, y el impulso real de expansión, por el otro.

Figura 23

Número de megaoperaciones (>US\$10.000 millones)



Fuente: Reuters y Dealogic

# Detalles de la publicación

## LIS Boletín mensual

Este informe ha sido elaborado por el equipo de Global Markets Research de la Lisbon Investment Society (LIS), una organización independiente, sin fines de lucro y dirigida por estudiantes, con sede en ISEG – Lisbon School of Economics & Management.

Por favor, consulte los avisos legales importantes al final de este documento.

Este informe refleja el análisis independiente del equipo de Global Markets Research y la supervisión del Departamento de Global Edge.

## Liderazgo

**Presidente, Lisbon Investment Society**  
Raul Vasconcelos

## Jefe de Global Edge

Miguel Gomes  
(Supervisión departamental)

## Jefe de Global Markets Research – Macro

John Stavale  
(Team leadership)

## Analistas, Global Markets Research

Alexandre Vallim  
João Tonin  
Martim Patinho  
Rafael Rios

## Jefe de Global Markets Research – Articles

Gurkirat Kaur  
(Liderazgo de equipo)

## Analistas, Alternative Investments

Clara Grilo  
Mafalda Bento  
Nicole Sequeira

## Analistas, Portfolio Management

João Campos

## Diseño y Comunicaciones

**Jefe de Marketing**  
Sofia Gomes

## Fecha de publicación

12 de febrero de 2026

## Idiomas

Inglés, Español

## Contactos

[www.lisiseg.com](http://www.lisiseg.com)  
[lis@iseg.ulisboa.pt](mailto:lis@iseg.ulisboa.pt)

### **Disclaimer**

Este informe fue elaborado por miembros de la Lisbon Investment Society (LIS), una organización independiente, sin fines de lucro y dirigida por estudiantes, con sede en ISEG – Lisbon School of Economics & Management. Está destinado exclusivamente a fines académicos y educativos.

Todas las opiniones, comentarios y evaluaciones expresadas reflejan el juicio independiente de los autores a la fecha de publicación y están sujetas a cambios sin previo aviso. Las opiniones presentadas no representan las de ISEG, su cuerpo docente ni ninguna entidad afiliada.

Este documento proporciona comentarios generales de mercado y panoramas educativos (incluyendo, cuando corresponda, el análisis de condiciones macroeconómicas, tasas de interés, divisas, renta variable, materias primas, regiones y sectores). No constituye investigación de inversión, asesoramiento de inversión, ni una oferta o solicitud para comprar o vender ningún valor o instrumento financiero, ni debe interpretarse como una recomendación para realizar o abstenerse de realizar cualquier decisión de inversión. Los lectores deben llevar a cabo su propio análisis y, cuando corresponda, buscar el asesoramiento de un profesional financiero cualificado.

La información contenida en el presente documento ha sido obtenida de fuentes públicas que se consideran fiables; sin embargo, LIS y sus miembros no realizan ninguna declaración ni otorgan garantía alguna respecto de la exactitud, integridad o actualidad de dicha información. Los precios de mercado, las cifras de rendimiento y otros datos pueden estar retrasados o ser objeto de revisión. Cualquier declaración prospectiva, escenario o ejemplo ilustrativo es de carácter hipotético, implica riesgos e incertidumbres y no constituye una garantía de resultados futuros. El rendimiento pasado no es indicativo de resultados futuros. LIS y sus miembros no aceptan responsabilidad alguna por pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de este informe o de su contenido.

Cualquier nombre de empresa, logotipo, marca registrada o referencia comercial es propiedad de sus respectivos titulares y se utiliza únicamente con fines de identificación y académicos. Este documento no podrá ser reproducido, redistribuido ni citado, total o parcialmente, sin el consentimiento previo y por escrito de la Lisbon Investment Society.

### **Sobre la Lisbon Investment Society**

La Lisbon Investment Society (LIS) es una asociación académica sin fines de lucro con sede en ISEG – Lisbon School of Economics & Management. Fundada en 2016, LIS está comprometida con fomentar el interés de los estudiantes por las finanzas y la inversión mediante la investigación aplicada, el desarrollo de competencias y la vinculación institucional.

La Sociedad opera de forma independiente y autónoma respecto de cualquier afiliación política, religiosa o comercial. Está compuesta por estudiantes y colaboradores seleccionados que son invitados a través de un riguroso proceso de reclutamiento y que comparten un compromiso con la excelencia, el rigor analítico y los estándares éticos. Sus actividades incluyen investigación en renta variable, gestión de carteras, análisis macroeconómico y educación en inversiones.