



**GENERALI**  
INVESTMENTS

COMUNICACIÓN PARA INVERSORES PROFESIONALES EN ESPAÑA

# **LAS CLAVES DE INVERSIÓN PARA EL 2026**

Nuestra hoja de ruta para el nuevo  
panorama de la inversión

Your Partner for Progress.



**THOMAS HEMPELL**  
Head of Macro  
& Market Research,  
Generali Asset Management

## EL PANORAMA GENERAL

El equipo de Investigación Macroeconomía y de Mercados de Generali Asset Management presenta los temas clave que está siguiendo de cerca para 2026.

A pesar de las turbulencias —en torno al «Día de la Liberación» en EE. UU. y las tensiones del crédito privado en el cuarto trimestre—, 2025 ha resultado ser un año positivo para el rendimiento de los activos financieros. ¿Seguirá la economía mundial mostrando resiliencia en 2026, ante una mayor fragmentación? También nos preocupa la trayectoria de la inflación, especialmente en EE. UU., donde el impacto de los aranceles sigue siendo incierto. El dominio fiscal —y la independencia de la Fed— será clave para los bonos y las divisas. Nuestra última elección es la IA y los ciclos crediticios: ¿activados o desactivados?

### Un comercio y un orden mundial fragmentados

Los riesgos extremos que rodean al «Día de la Liberación» se han moderado y el comercio mundial podría prolongar su sorprendente resiliencia. La tregua de un año entre Estados Unidos y China hasta noviembre de 2026 ha contribuido a aliviar las incertidumbres comerciales por ahora, junto con otros acuerdos comerciales bilaterales de Estados Unidos. Pero los acuerdos siguen siendo frágiles y el aumento de los aranceles estadounidenses hasta sus niveles más altos en casi 100 años ha trastocado el comercio mundial. En respuesta, China amenaza con restringir la exportación de tierras raras y minerales esenciales, lo que podría perturbar las cadenas de suministro mundiales. La rivalidad estratégica entre EE. UU. y China está lejos de resolverse y no dejará indemnes a la UE y a otras naciones comerciales. Es poco probable que el comercio mundial se tambalee, pero las décadas de integración global más profunda como impulso al crecimiento mundial han llegado claramente a su fin.

### Inflación: ¿Misión cumplida (por fin)?

El BCE podría declarar «misión cumplida» en su difícil lucha contra la inflación desde 2022. Es probable que en 2026 se produzca incluso un ligero descenso. El crecimiento salarial sigue enfriándose, lo que frena la persistente inflación de los servicios. El cambio de rumbo de las exportaciones de China y la fortaleza del euro también contribuyen a la desinflación. El BCE mantendrá los tipos sin cambios durante más tiempo, pero no se puede descartar otra bajada si la incipiente recuperación económica se agota prematuramente. Los aranceles mantendrán elevada la inflación en Estados Unidos hasta que comience a prevalecer el lastre del enfriamiento del mercado laboral. El alto coste de la vida es el talón de Aquiles del presidente Trump de cara a las elecciones de mitad de mandato de 2026. Esto puede hacer que actúe

con más cautela en las políticas que tienen un gran impacto en los precios al consumidor. La Fed recortará aún más los altos tipos de interés, pero probablemente menos de lo que descuentan actualmente los mercados.

### Dominio fiscal (erosión continuada de las finanzas públicas)

El continuo aumento de la deuda pública mundial —que respalda la emisión récord de bonos a nivel mundial en 2025— está suscitando preocupación por el dominio fiscal, una situación en la que la financiación de la deuda pública cobra tal importancia que distorsiona la política monetaria. Cualquier indicio de que el nuevo presidente de la Reserva Federal esté «bajo la influencia» de la Administración estadounidense reavivaría las presiones a la baja sobre el dólar estadounidense. Lo anterior también amenazaría con revertir la caída de la volatilidad de los bonos, que resultó tan favorable para la confianza global en el riesgo en 2025. Puede que esto sea menos problemático para Europa en este momento, a pesar de que el impulso fiscal alemán alcanzará su punto álgido en 2026. No obstante, los grandes déficits públicos juntos con la inestabilidad política de Francia podrían resultar complicados para el BCE en algún momento, ya que sigue siendo el máximo guardián de la integridad de la UEM.

### El milagro de la IA y el ciclo crediticio: ¿activado o desactivado?

Las condiciones económicas de Estados Unidos parecen inusualmente contrastadas. Las empresas se muestran cautelosas en materia de contratación, pero invierten fuertemente en la IA. Los consumidores acomodados están impulsando un gasto robusto, mientras que los que tienen ingresos bajos y medios se han retraído. La mayor parte del sector de la construcción está débil, pero los centros de datos están en auge. Esos contrastes aumentan los riesgos de «cola pesada», pero nuestro escenario principal sigue siendo un aterrizaje suave en Estados Unidos. Los indicios de una difusión acelerada de la IA podrían estar ya favoreciendo la productividad. Las tensiones en el crédito privado estadounidense y en el segmento subprime han suscitado preocupación. Sin embargo, la ola de desregulación financiera en EE. UU. liberará capital bancario, lo que avivará la competencia entre los prestamistas y prolongará el ciclo crediticio. En Europa, la Unión de Ahorro e Inversión (SIU) avanza lentamente, pero los esfuerzos por fomentar la titulización, junto con las pasadas bajadas de tipos del BCE, también deberían favorecer la creación de crédito.

## INTRODUCCIÓN

En 2025, la economía mundial se ha mantenido estable, a pesar de los obstáculos que han supuesto los aranceles del «Día de la Liberación» de EE. UU. y las preocupaciones sobre el dominio fiscal y la capacidad de la Reserva Federal para mantener su independencia. La mayoría de los bancos centrales normalizaron la política monetaria, mientras que el auge de la inversión en inteligencia artificial contribuyó a sostener el crecimiento.

¿Mostrarán los mercados en 2026 la misma resiliencia? ¿Cuál es el legado de las disruptivas guerras comerciales? ¿Cómo afectarán la expansión fiscal y la revolución de la IA a la inversión y la innovación? ¿Qué papel desempeñarán los activos reales y los mercados privados?

Para responder a estas y otras preguntas, las gestoras afiliadas y especializadas en gestión de activos de Generali Investments comparten sus opiniones sobre los riesgos y oportunidades para el año que comienza.

## SUMARIO

### RESUMEN MACROECONÓMICO 3

### ESTRATEGIAS LÍQUIDAS

Renta Fija	4
Renta Variable	8
Multiactivos	11
Alternativos líquidos	13

### MERCADOS PRIVADOS Y ACTIVOS REALES

Crédito Privado	14
Inmobiliario	17
Infraestructuras	19

# RENTA FIJA




**MAURO VALLE**

Head of Active Fixed Income,  
Generali Asset Management

## ¿Podría una subida de los tipos de interés representar un riesgo en 2026?

Las expectativas del mercado sobre las próximas bajadas de tipos por parte de la Reserva Federal siguen siendo mixtas, debido al cierre del gobierno que terminó a mediados de noviembre tras 43 días, lo que complica la evaluación de la resiliencia económica de EE. UU., las tendencias de inflación y un posible debilitamiento del mercado laboral. En los últimos meses, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense han superado el umbral del 4 %, sin una dirección clara a futuro. Puede que la inflación haya alcanzado su punto máximo en la parte final del año, y cualquier signo de debilidad económica podría llevar a la Fed a adoptar una postura más acomodaticia. Los riesgos parecen asimétricos: puede que las sorpresas negativas ejerzan una mayor presión bajista sobre los tipos que los desarrollos positivos. También es importante señalar que la postura de la Reserva Federal podría cambiar en 2026 con el nombramiento de un nuevo presidente.

En la Eurozona, el crecimiento económico ha superado ligeramente las expectativas, y se espera que el cuarto trimestre también muestre resultados positivos. En 2025, se proyecta que el crecimiento supere claramente el 1 %, y este impulso podría continuar en 2026, respaldado por un aumento del gasto fiscal en Alemania. Tras algunos movimientos laterales de la inflación en la segunda mitad del año, se anticipa que ésta converja hacia el objetivo del 2 % del BCE en los próximos meses. Es probable que el

BCE mantenga su postura actual, ya que sus miembros consideran que el nivel del 2 % es «adecuado». Este enfoque está ayudando a contener la volatilidad de los tipos en la Eurozona, especialmente en el extremo corto de la curva. Los rendimientos de los Bunds, cercanos al 2,8 %, se sitúan en la parte alta de su rango reciente, posición que podría mantenerse. Para principios de 2026, existe la posibilidad de que los tipos suban, considerando el impulso positivo de la economía de la Eurozona y la tendencia descendente que se esperaba para la inflación. El entorno para el carry trade, predominante durante gran parte del año, podría continuar hasta finales del ejercicio, apoyando la maximización del rendimiento de las carteras, principalmente mediante la exposición a BTP italianos, bonos españoles y bonos corporativos Investment Grade.

Mantenemos nuestra preferencia por posiciones largas en bonos soberanos italianos (BTP), a pesar de que los spreads se han consolidado en torno a los 70 puntos básicos, ya que la disciplina fiscal de Italia y su estabilidad política siguen siendo factores de apoyo. Se recomienda un enfoque prudente con las OAT francesas, incluso aunque los spreads se hayan estabilizado recientemente, dado que la política fiscal actual no reducirá el déficit por debajo del 5 % y las preocupaciones políticas persistirán en el futuro próximo.




**CINDY BEAULIEU**

Chief Investment Officer,  
Conning North  
America

## La renta fija estadounidense entra en 2026 con una base sólida

Los mercados de renta fija estadounidenses volvieron a registrar un año de sólidos rendimientos en casi todos los sectores. Los tipos de interés fueron menos volátiles en la segunda mitad de 2025 en comparación con los primeros meses del año. A lo largo de 2025 hubo mucha incertidumbre, incluyendo un cambio extremo en la política comercial, una casi paralización de la inmigración, la reforma fiscal y los lentos pero continuos esfuerzos por flexibilizar la normativa en varios sectores críticos. La geopolítica volvió a desempeñar un papel importante, con la implicación de EE. UU. en los conflictos de Oriente Medio como un ejemplo más. Aunque admitió que su doble mandato de crecimiento del empleo y estabilidad de precios era contradictorio en el entorno actual, la Reserva Federal logró relajar la política en dos ocasiones, pero las perspectivas de nuevas bajadas de tipos son inciertas. A pesar de todo ello, los mercados avanzaron en general hacia valoraciones más altas a medida que avanzaba el año. Ni siquiera el cierre gubernamental más largo de la historia de EE. UU. fue suficiente para perturbar los mercados.

De cara a 2026, se espera que la economía estadounidense comience el año con una base sólida, dado el impulso que condujo a un fuerte crecimiento económico durante el segundo y tercer trimestre de 2025. Si bien es probable que se produzca un ligero deterioro en los mercados

laborales, vemos que la dinámica de la oferta y la demanda se está equilibrando. No creemos que la desaceleración del crecimiento del empleo sea lo suficientemente significativa como para provocar un retroceso del consumo ni para que la Reserva Federal baje los tipos de interés de forma agresiva. La inflación sigue siendo un reto, en gran medida porque los factores que impulsan el aumento de los precios son más seculares que cíclicos. Esta combinación de crecimiento económico favorable, ligero debilitamiento de los mercados laborales y inflación aún elevada probablemente limitará las medidas de política monetaria y podría dar lugar a una curva de rendimiento más pronunciada.

Los spreads son relativamente ajustados en la mayoría de los sectores del mercado, sin embargo, el argumento del rendimiento total sigue sugiriendo que el valor se encuentra fuera de los bonos del Tesoro. Seguimos siendo optimistas con respecto a la mayoría de los sectores de renta fija, pero somos cautelosos a la hora de reducir la calidad, ya que los spreads ofrecen una compensación limitada por los riesgos adicionales. Creemos que los sectores estructurados siguen siendo una buena forma más oportuna de combinar calidad y valor, mientras que los sectores crediticios, respaldados por fundamentos sólidos, pueden ofrecer selectivamente rendimientos atractivos y satisfacen las necesidades de duración.



**STANISLAS DE BAILENCOURT**  
Deputy CIO, Head of Fixed Income y Asset Allocation, Sycamore AM

## Mantén la calma y sigue adelante en 2026

El año 2025 se ha caracterizado por el carry, con unos spreads que solo se han reducido ligeramente y unos tipos que han evolucionado dentro de un rango relativamente estrecho. Esperamos que 2026 ofrezca un panorama similar, a pesar de la posibilidad de un aumento de la volatilidad, lo que creará un entorno favorable para los inversores responsables en crédito corporativo.

Entramos en 2026 con un entorno macroeconómico ampliamente constructivo, a pesar de la ralentización del crecimiento. La inflación ha bajado, especialmente en Europa, pero sigue siendo estructuralmente más alta que en 2010-2020 debido a la desglobalización y a las rigideces del lado de la oferta. El BCE ya ha llevado a cabo un importante ciclo de flexibilización durante los últimos 18 meses, pero creemos que aún es posible una bajada adicional. Por el contrario, el mercado está descontando recortes sustanciales de la Fed; esperamos que la Fed aplique la mayoría de ellos, pero quizás no todos, con el fin de encontrar el equilibrio adecuado entre el crecimiento, el desempleo y la inflación restante.

La fuerte emisión de bonos del Estado debería mantener la curva de tipos pronunciada hasta 2026. Al mismo tiempo, la calidad crediticia soberana sigue deteriorándose, lo que posiciona a los bonos corporativos como una contrapartida

cada vez más atractiva para los inversores que buscan rendimientos ajustados a la calidad.

Los balances de las empresas siguen siendo sólidos, la rentabilidad se mantiene resistente y la demanda de bonos corporativos europeos —investment grade, high yield y crossover— sigue siendo fuerte en un entorno de bajos rendimientos. Los spreads son estrechos, lo que refleja esta calidad, y pueden volverse más volátiles a medida que los mercados en general entren en un período más inestable el próximo año. Sin embargo, la curva de rendimiento pronunciada nos proporciona un roll-down positivo, lo que refuerza nuestra convicción de que 2026 podría ser otro «año de carry».

Los mercados de crédito responsables también experimentaron un avance significativo en 2025 y fuertes entradas, lo que refleja el creciente interés por las soluciones que integran criterios ESG sin exclusiones excesivamente prescriptivas. Seguimos viendo oportunidades en los bonos con calificación de inversión y los BB de alta calidad, respaldados por el carry, el roll-down y los sólidos fundamentos de los emisores. En general, creemos que 2026 puede ofrecer un entorno atractivo para los inversores en crédito corporativo responsable: tranquilo, rico en carry y respaldado por fundamentos resistentes

## La deuda de los mercados emergentes brilla en medio de la incertidumbre de los mercados desarrollados

La deuda de mercados emergentes (DME) se ha situado entre las clases de activos con mejor rendimiento en lo que va de año, superando a sus homólogas de mercados desarrollados (MD), como el high yield estadounidense. Una combinación poderosa de menor incertidumbre en la política comercial, expansión fiscal (especialmente en China y Alemania), políticas monetarias acomodaticias y el auge de la inversión en inteligencia artificial nos hace pensar que se creará un terreno fértil para los retornos de DME de cara a 2026.

Ahora bien, la incertidumbre sigue siendo elevada, ya que el mundo atraviesa varios cambios estructurales: la inflación, los riesgos geopolíticos y el apalancamiento fiscal han experimentado aumentos significativos en la esfera de los mercados desarrollados y están llamados a transformar profundamente el panorama macroeconómico global. Sin embargo, dado que estos cambios de régimen se originan en los MD, el universo ME no se encuentra en primera línea en cuanto a sus repercusiones negativas. De forma algo contraintuitiva, la conclusión es que la relación riesgo-retorno de la deuda ME frente a la deuda MD ha mejorado precisamente por la mayor incertidumbre, y no a pesar de ella. Las divisas deberían ser uno de los principales beneficiarios del mejor comportamiento relativo de los ME en un contexto de inflación, geopolítica y espacio fiscal. Desde una perspectiva de asignación de activos a medio y largo plazo, la deuda soberana en moneda local de ME es nuestra forma preferida de expresar esta mejora en la relación riesgo-retorno frente a los bonos MD.

Un aspecto importante de estos cambios de régimen es que Fuente: Sycamore Asset Management and Global Evolution Asset Management A/S a finales de noviembre de 2025.

los ciclos de mercado se están acortando. El reverso de los frecuentes repuntes en los riesgos geopolíticos es un aumento en los riesgos de caídas de mercado. Al mismo tiempo, una inflación tendencial más alta ha eliminado el sesgo estructural de relajación de los bancos centrales de MD, reduciendo su capacidad para suavizar las fluctuaciones macro y de mercado. Ciclos más cortos y episodios de volatilidad subrayan la importancia de un enfoque activo en la asignación de activos dentro de DME. En estrategias combinadas de DME, este enfoque permite a los inversores aprovechar el potencial de retorno derivado de la disminución de las correlaciones entre las principales primas de riesgo ME, al tiempo que atenúa el impacto de los vaivenes más frecuentes en el ciclo de mercado.

Tras un sólido desempeño en lo que va de año, que sorprendió a la mayoría de los inversores, las valoraciones parecen menos atractivas que hace 12 meses. Los spreads soberanos ME están ajustados y el sentimiento de mercado es vulnerable, lo que genera volatilidad en el corto plazo. En los próximos meses, el carry debería ser el principal motor de los retornos totales de DME. Dentro de la deuda ME en moneda fuerte, esperamos una contribución relativamente limitada de la compresión de los spreads. Optimizar la relación entre carry y riesgo crediticio implica preferir emisores que sean candidatos a convertirse en “estrellas ascendentes”, es decir, países con calificación alta dentro del segmento high yield en camino hacia Investment Grade, como Paraguay, Serbia y Marruecos. Asimismo, los bonos cuasi soberanos pueden ofrecer un carry atractivo, limitando el riesgo crediticio en la cartera.



**MICHAEL NECHAMKIN**  
Chief Investment Officer & Senior Portfolio Manager, Octagon Credit Investors

## Se espera que un contexto de mercado constructivo y la mejora de los fundamentos crediticios beneficien a los préstamos sindicados en EE. UU. y a los CLOs

Los préstamos sindicados y los CLO estadounidenses generaron rendimientos sólidos en 2025, en un contexto de crecimiento económico resistente en Estados Unidos, mejora de los fundamentos crediticios, fuerte demanda de los inversores y mercados de capitales activos. Aunque los precios de los préstamos se suavizaron a lo largo del año, los cupones elevados (respaldados por tipos de interés más estables de lo esperado) sustentaron el rendimiento general de los préstamos.

La combinación de unos fundamentos favorables, una fuerte demanda de los inversores y una actividad limitada en materia de fusiones y adquisiciones impulsó una importante ola de refinanciaciones y revalorizaciones de préstamos en 2025. Como resultado, los spreads de los préstamos se redujeron hasta niveles cercanos a los máximos posteriores a la crisis financiera global<sup>1</sup> aunque los rendimientos totales de los préstamos siguieron siendo atractivos en comparación con los bonos de alto rendimiento<sup>2</sup>. Creemos que el contexto del mercado sigue siendo constructivo, respaldado por unos rendimientos actuales atractivos y unas condiciones crediticias ampliamente favorables.

Los impagos de préstamos (incluidos los canjes en dificultades y otras operaciones de gestión de pasivos) han disminuido con respecto a los niveles máximos del año pasado<sup>3</sup>. Esperamos que los impagos sigan disminuyendo en 2026, aunque algunos focos localizados de debilidad económica pueden mantener elevado el riesgo crediticio

idiosincrásico, lo que subraya la importancia de un análisis fundamental riguroso y una gestión activa de la cartera.

De cara al futuro, esperamos que las tendencias positivas de los beneficios, los recortes adicionales de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal y la actividad de refinanciación en curso refuercen aún más los ratios de cobertura de intereses de los prestatarios y respalden la mejora continua de los fundamentos crediticios generales. La bajada de los tipos también debería crear un contexto más favorable para la emisión de préstamos relacionados con fusiones y adquisiciones en 2026, lo que contribuiría a sostener los niveles de spread. Al mismo tiempo, el aumento de la oferta de nuevos préstamos y otros factores técnicos podrían lastrar los precios, aunque esperamos que la demanda de préstamos por parte de los inversores se mantenga saludable, dados los atractivos rendimientos. Seguimos percibiendo valor en los préstamos sindicados, donde creemos que los cupones relativamente altos probablemente compensarán la posible volatilidad de los precios.

En general, creemos que el mercado de préstamos estadounidense está bien posicionado de cara a 2026. Los rendimientos atractivos, la mejora de los fundamentos empresariales y las perspectivas económicas favorables crean un entorno equilibrado pero constructivo para la rentabilidad.



**WITOLD BAHRKE**  
Senior Macro & Allocation Strategist, Global Evolution

<sup>1</sup> Basado en el rendimiento al vencimiento del índice Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index (el «LLI») (que se describe con más detalle a continuación) a 31 de octubre de 2025 (8,10 %) frente al rendimiento al vencimiento del índice S&P U.S. High Yield Corporate Bond (7,13 % a 31 de octubre de 2025). Fuente: Pitchbook LCD (10 de noviembre de 2025). En colaboración con PitchBook/LCD, una empresa de Morningstar, la Leveraged Syndications & Trading Association («LSTA») desarrolló el índice Morningstar LSTA Leveraged Loan Index (el «LLI»), un índice de rentabilidad total diaria que utiliza los precios de mercado de LSTA/Refinitiv para calcular la variación del valor de mercado. En tiempo real, el LLI realiza un seguimiento del saldo pendiente actual y el diferencial sobre el LIBOR y el SOFR para los préstamos a plazo totalmente financiados. Las facilidades incluidas en el LLI representan una amplia muestra representativa de los préstamos apalancados sindicados en Estados Unidos, incluidos los préstamos denominados en dólares a emisores extranjeros. No es posible invertir directamente en el LLI. <sup>2</sup> Fuentes: Pitchbook LCD/Morningstar LSTA Leveraged Loan Index (10 de noviembre de 2025). Basado en el diferencial nominal del Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index (el «LLI») a 31 de octubre de 2025. <sup>3</sup> Fuente: Pitchbook LCD (31 de octubre de 2025). Basado en la tasa de impago de doble vía del LLI, que representa la tasa rezagada de 12 meses («LTM») por número de emisores para el período respectivo. Las tasas de impago de doble vía del LLI no representan la experiencia de ningún gestor de inversiones en particular ni de ningún grupo de gestores similares. La tasa representa a todos los emisores, incluidos aquellos con préstamos no incluidos en el servicio de valoración a precio de mercado de Refinitiv/LPC. La tasa de doble vía se calcula como el número de emisores que cumplen los criterios de impago heredados o de impago de doble vía en los últimos 12 meses dividido por el total de emisores que no estaban en situación de impago hace 12 meses. Las tasas de impago heredadas recogen las quiebras, las rebajas a D por parte de S&P y los impagos de intereses sin indulgencia; las tasas de impago de doble vía recogen cada uno de los criterios mencionados, así como las operaciones de gestión de pasivos consideradas como un canje en dificultades o un impago por parte de S&P Global Ratings. Los impagos pasados no son indicativos de las tasas de impago futuras.

# RENTA VARIABLE




**DONALD TOWNSWICK**  
CFA, Director of Equity  
Strategies, Conning

## ¿Veremos en 2026 una divergencia entre los “Mag 7” y el “S&P 493”?

Conning prevé un rendimiento típico del mercado de entre un 7% y un 9% en 2026, aunque el camino hacia ese retorno probablemente será volátil. Vientos de frente y de cola soplan sobre el mercado, y solo el tiempo dirá si avanza con fuerza o se desvía de su curso.

Los sólidos beneficios en 2025 han impulsado el mercado. Se espera que el crecimiento de beneficios para el mercado estadounidense en general (representado por el índice S&P 500) cierre el año con un aumento cercano al +10% interanual. Las expectativas para 2026-2027 son aún más fuertes, con +14,2% y +14,6% respectivamente. El crecimiento de beneficios siempre es un viento de cola bienvenido para el mercado.

Los sólidos beneficios en 2025 han impulsado el mercado. Se espera que el crecimiento de beneficios para el mercado estadounidense en general (representado por el índice S&P 500) cierre el año con un aumento cercano al +10% interanual. Las expectativas para 2026-2027 son aún más fuertes, con +14,2% y +14,6% respectivamente. El crecimiento de beneficios siempre es un viento de cola bienvenido para el mercado.

El principal riesgo potencial para el mercado reside en la

operativa vinculada a la IA, representada por las grandes tecnológicas del grupo Magnificent 7. Estas compañías han llegado a representar casi el 40% del índice S&P 500. Todo lo demás constante, si estas acciones cayeran un 20%, el S&P 500 retrocedería un 8%. Cualquier corrección en los “Mag 7” probablemente ejercerá presión bajista sobre el resto del mercado (el “S&P 493”), incluso si todas las demás compañías permanecen estables;

¿Ocurrirá esto? Consideremos que la relación precio-beneficio (PER) de los Mag 7 supera las 30 veces, frente al PER del S&P 493 de 20,2. No hace falta mucha imaginación para prever una compresión significativa de múltiplos en los Mag 7 si su crecimiento de beneficios empieza a desacelerarse.

¿Podría darse el caso de que los Mag 7 sufran compresión de múltiplos mientras el S&P 493 experimenta expansión, compensando los efectos? Es difícil de predecir, pero llevamos tiempo esperando que el mercado se amplíe y puede que este sea el momento. Si ocurre, podría significar aguas tranquilas para el S&P 493, pero marejada para los Mag 7<sup>1</sup>.

## ¿Continuarán los bancos europeos batiendo al mercado por sexto año consecutivo?

2025 ha sido sin duda el año de los bancos europeos, con una rentabilidad total superior al 50 % en lo que va de año, superando en un 40 %<sup>2</sup> al índice geográfico más amplio. Aún más notable es que han superado el rendimiento por quinto año consecutivo después de más de una década «perdida» debido a una política monetaria muy acomodaticia y a importantes obstáculos normativos. Durante este periodo, el sector ha pasado de una rentabilidad sobre recursos propios de aproximadamente el 4 % al 15 % y de una «prohibición de dividendos» en 2020 a una rentabilidad en efectivo para los accionistas de casi dos dígitos, incluidas las recompras. El tercer trimestre fue otro trimestre fuerte para el sector, marcado por unos ingresos sólidos, unos costes mejores y un nivel de provisiones aún favorable, lo que llevó a una mejora adicional del consenso de un dígito medio. Pero, aunque todos estos factores han sido sólidos hasta ahora, ¿qué vendrá después?

Si miramos la historia, en los últimos 30 años, los bancos europeos nunca han tenido seis años consecutivos de rendimiento superior (pero los bancos de la eurozona sí lo tuvieron a principios de 2000). Su valoración está ahora más normalizada, con un precio/beneficio futuro de 9 veces y un precio/valor contable tangible de 1,4 veces, en comparación con los múltiplos deprimidos

de años anteriores, y el sector se ha convertido incluso en un «sobreponderado por consenso». A pesar de ello, creemos que las perspectivas para los bancos europeos siguen siendo alentadoras: las valoraciones aún tienen cierto margen de subida antes de volverse exigentes y los ingresos netos por intereses deberían estar cerca de su mínimo, a menos que el BCE adopte una política monetaria muy relajada.

Por el momento, mantenemos nuestra postura positiva de larga data sobre el sector, reforzada por la convicción de que en las próximas semanas y meses varios bancos presentarán sus nuevos planes de negocio y/o actualizarán sus objetivos plurianuales, lo que debería aumentar aún más su rentabilidad prevista; en cualquier caso, es demasiado pronto para decir si el sector podrá volver a obtener un rendimiento superior el año que viene. Para cumplir las expectativas del consenso en 2026, el volumen de préstamos tiene que crecer, los costes tienen que aumentar ligeramente y, sobre todo, el coste del riesgo —el nivel de provisiones que los bancos tienen que consignar en sus cuentas de resultados para cubrir los préstamos problemáticos— tiene que mantenerse en niveles históricamente bajos, o cerca de ellos, lo que, de nuevo, supone un escenario bastante optimista.




**LUCA FINÁ**  
Head of Active Equity,  
Generali Asset Management

<sup>1</sup> Fuente de todos los datos: FactSet a 19 de noviembre de 2025.

<sup>2</sup> Fuente: Bloomberg a 30 de octubre de 2025 en euros.

## El superciclo de la IA continuará en 2026, con Europa en el centro

Aunque los titulares recientes han estado llenos de referencias a una burbuja, nuestra visión de cara a 2026 es clara: el superciclo de la IA apenas está comenzando. Cada día que pasa nos acerca más al próximo gran avance en el ámbito del consumo. Y cuando llegue ese cambio, es probable que dé lugar a modelos de negocio y servicios completamente nuevos, al igual que ocurrió con el iPhone en 2007, pero a una escala mucho mayor.

Sin embargo, incluso antes de llegar a ese momento, la infraestructura subyacente de la IA se está ampliando a un ritmo extraordinario. La capacidad global de las GPU debe multiplicarse por cinco solo para satisfacer la trayectoria en la que nos encontramos. El consumo de Token (la demanda) se duplica cada dos o tres meses, mientras que la inversión en capacidad de las fundiciones globales (la Oferta) solo aumenta alrededor de un 20 % anual<sup>1</sup>, creando una presión constante que está impulsando inversiones en IA por varios billones de dólares. A pesar de que los centros de datos en EE. UU. representan casi la mitad de la construcción de oficinas privadas<sup>2</sup>, el mundo sigue estando infradotado en relación con el rumbo que está tomando la IA.

Al mismo tiempo, la IA está saliendo de los centros de datos. Las empresas de equipos de telecomunicaciones están incorporando procesadores avanzados en las estaciones base 5G/6G de próxima generación, lo que marca el auge de la «IA periférica» y permite una inferencia más barata y rápida, más cercana al usuario final. Europa desempeña un papel fundamental en este sentido: es la sede de los principales fabricantes mundiales de equipos de red, especialistas en equipos de semiconductores y empresas de automatización industrial que constituyen la columna vertebral de esta nueva infraestructura.

Por eso Europa es mucho más importante para la transición hacia la IA de lo que creemos que el mercado percibe actualmente. El «continente industrial» combina ecosistemas industriales profundos con un marco regulatorio y fiscal que da prioridad a la soberanía digital, la infraestructura resiliente y la independencia energética. En nuestra opinión, Europa es fundamental para la cadena de valor global de la IA y la electrificación, y no solo una alternativa al comercio con Estados Unidos.

El contexto macroeconómico refuerza esta idea. El programa de infraestructuras de 500 000 millones de euros previsto por Alemania es el más importante desde la reunificación y podría añadir entre un 0,4 % y un 0,5 % al crecimiento de la eurozona ya el próximo año<sup>2</sup>, con un impacto más notable a partir de 2026. Los primeros indicadores ya son visibles, con una mayor cartera de pedidos relacionados con la defensa, una mayor demanda de mejora de la red eléctrica y mejores condiciones de precios en los materiales de construcción.

La dispersión sectorial también se está ampliando. Para nosotros, este es precisamente el entorno en el que la selección activa de valores cobra importancia. Creemos que los clústeres de inteligencia artificial y electrificación seguirán generando un fuerte impulso de beneficios, pero percibimos que muchas empresas europeas de software, automatización y semiconductores están siendo estructuralmente mal valoradas de forma errónea en esta era de la inteligencia artificial, lo que consideramos una visión demasiado cortoplacista. De cara a 2026 prevemos un año de rápidos cambios y marcado por la innovación y, en nuestra opinión, Europa será cada vez más importante en el panorama tecnológico e industrial mundial.



**ANIS LAHLOU**  
CIO European Equities,  
Aperture Investors

## ¿Por qué la próxima ola de crecimiento bursátil podría estar impulsada por temas sociales?

En Sycomore, creemos que las empresas que aportan un valor social tangible y cuantificable deberían destacar a medida que las acciones recuperan su brillo. Los últimos años han puesto de manifiesto la fragilidad de los sistemas sanitarios, las cadenas de suministro y las comunidades, lo que ha puesto de relieve los temas de inversión social. Las empresas que abordan estas vulnerabilidades no solo están posicionadas para «hacer el bien», sino también para aprovechar las oportunidades de crecimiento a largo plazo.

Tras varios años marcados por las tensiones comerciales, los cambios en los aranceles y la incertidumbre regulatoria, las perspectivas geopolíticas para 2026 parecen normalizarse antes de las elecciones de mitad de mandato en Estados Unidos. Creemos que una mayor estabilidad debería ayudar a restablecer la confianza de los inversores y mejorar la visibilidad de las empresas globales, lo que permitirá a los gestores activos dar prioridad una vez más a la generación de alfa fundamental, en lugar de navegar por cambios políticos rápidos e impredecibles.

La inteligencia artificial sigue siendo un motor clave de la innovación y el gasto de capital en los mercados mundiales. Vemos una amplia oportunidad de inversión no solo en las aplicaciones de IA, sino en todo el ecosistema que la hace posible, desde la generación y distribución de energía hasta la fabricación de semiconductores, las herramientas avanzadas y la expansión de la infraestructura de centros de datos energéticamente eficientes. Estas tecnologías periféricas y los proveedores de infraestructura son esenciales para sostener

el cambio global hacia industrias intensivas en datos, muchas de las cuales desempeñan un papel vital en la aceleración de la inclusión digital, la innovación en la atención sanitaria y la eficiencia de los recursos.

China seguirá siendo fundamental para los temas de crecimiento sostenible a nivel mundial, con dos desarrollos paralelos que crean oportunidades. En primer lugar, el compromiso del país con el desarrollo de su propio ecosistema tecnológico en respuesta a las tensiones actuales entre Estados Unidos y China está impulsando una inversión sustancial en innovación nacional, capacidad de semiconductores y tecnologías de energía limpia. Esto puede conducir a esferas tecnológicas ad vez más diferenciadas entre China y Occidente, ampliando el universo de inversión para las estrategias de impacto.

En segundo lugar, el renovado interés de Pekín por impulsar el consumo de los hogares como una parte más importante del PIB podría beneficiar significativamente a los sectores vinculados a la urbanización sostenible, los servicios digitales, la educación y la sanidad. Este cambio podría favorecer un modelo de crecimiento más resistente e impulsado por la demanda interna.

En general, esperamos que 2026 sea un año en el que la normalización de la geopolítica, la aceleración de las inversiones en infraestructura energética y de datos, y la evolución del modelo de crecimiento de China pueden crear un terreno fértil para oportunidades de renta variable a largo plazo orientadas al impacto social.



**LUCA FASAN**  
Senior Portfolio Manager,  
Sycomore Asset  
Management

# MULTIACTIVOS & ALTERNATIVOS LÍQUIDOS

<sup>1</sup> Fuente: Counterpoint Research, octubre de 2025.  
<sup>2</sup> Fuente: US Census Bureau, 2025.

## El nuevo ciclo: inflación, China, oro y activos reales

Así pues, aunque 2025 ha sido en general positivo, creemos que 2026 será más complejo, con una mayor divergencia regional en el rendimiento y oportunidades más selectivas. Creemos que habrá varios temas que será importante abordar de cara al 2026.

En primer lugar, los principales bancos centrales están relajando o preparándose para bajar los tipos de interés, pero las presiones inflacionistas persisten. Los niveles de deuda pública y privada a nivel mundial se encuentran en máximos históricos, y las herramientas políticas apuntan cada vez más hacia la inflación como mecanismo para gestionar esas cargas. Los aranceles también son estructuralmente más altos que hace unos años, lo que añade otra capa de riesgo de inflación a largo plazo. Al mismo tiempo, Estados Unidos está adoptando una postura más introvertida en términos geopolíticos y económicos, lo que está debilitando la demanda estructural de activos denominados en dólares entre muchas economías emergentes. En conjunto, esto pone en tela de juicio las hipótesis en las que se basan los índices de referencia tanto de la renta variable como de la renta fija.

Una de nuestras convicciones más firmes en este entorno es el oro. Lo vemos menos como una simple cobertura contra la inflación y más como una cobertura contra un período prolongado de tipos reales artificialmente bajos. La congelación de las reservas rusas cambió fundamentalmente el comportamiento de los bancos centrales de los mercados emergentes, acelerando la diversificación lejos de los bonos del Tesoro estadounidense y hacia el oro. Los flujos minoristas solo han llegado recientemente y, en nuestra opinión, la mayoría de las carteras institucionales y privadas siguen estando significativamente infraexpuestas.

La inteligencia artificial es otro tema determinante, pero a menudo se malinterpreta. Este ciclo de innovación requiere una gran inversión de capital, a diferencia de las revoluciones tecnológicas basadas en plataformas y con poca inversión de capital del pasado. Cada año se invierten cientos de miles de millones en hardware, chips, centros de datos y, cada vez más, en energía. Por ese motivo, el acceso a electricidad de bajo coste se está convirtiendo en una ventaja competitiva fundamental, aunque a menudo se pase por alto. En lugar de perseguir a las empresas de mayor capitalización, preferimos a los facilitadores: fabricantes de semiconductores, probadores de chips y la cadena de suministro más amplia que se beneficia de la inversión en IA sin el mismo riesgo de valoración.

También seguimos siendo optimistas con respecto a China, a pesar del escepticismo generalizado en los mercados occidentales. China se ha repositionado como competidor global, no a través de los bajos costes, sino gracias a su escala tecnológica y su preparación, especialmente en los sectores de los vehículos eléctricos, las baterías, la energía nuclear y la energía solar. A nivel nacional, las autoridades tienen fuertes incentivos para apoyar los mercados de valores tras la caída del sector inmobiliario.

Por último, las materias primas y los activos reales, desde el uranio hasta el cobre, siguen siendo fundamentales para nuestra estrategia sin restricciones. Se encuentran en la intersección entre la demanda energética de la IA, la transición energética y la reestructuración de la cadena de suministro. El petróleo sigue siendo más complejo, pero estamos atentos a las oportunidades tácticas.

## La cobertura y la diversificación serán clave en 2026

Los políticos han sido uno de los principales impulsores de los mercados financieros en 2025, lo que ha generado una volatilidad significativa en los rendimientos. De cara al futuro, se espera que 2026 comience con una nota más positiva. La economía estadounidense debería beneficiarse de la expansión fiscal y del crecimiento sostenido de los beneficios empresariales, mientras que se prevé que la Reserva Federal aplique al menos dos recortes de tipos. Además, las elecciones de mitad de mandato de noviembre podrían reducir el incentivo del presidente Trump para presionar las carteras financieras de los votantes estadounidenses, lo que podría fomentar el apoyo a los activos de riesgo. Las medidas de los bancos centrales también podrían mantener la presión a la baja sobre los rendimientos, creando un contexto favorable para las carteras multiactivos.

Sin embargo, los riesgos persisten. Las preocupaciones en torno a la inteligencia artificial y el sector tecnológico podrían intensificarse en un entorno de valoraciones elevadas. Aunque se espera que los ingresos sigan creciendo a niveles excepcionales y que las empresas líderes probablemente capturen la mayor parte de las ganancias, las importantes inversiones necesarias para mantener este crecimiento podrían llevar a las empresas a aumentar el endeudamiento. Esto plantea dudas sobre el rendimiento de las inversiones de capital. La estructura del mercado amplifica estos riesgos, ya que los inversores se concentran en gran medida en el sector tecnológico, que ahora representa casi el 40 % del S&P 500, mientras que las condiciones de liquidez se están deteriorando.

Por eso, la diversificación será fundamental en 2026 para mitigar el impacto de una posible revalorización brusca de los modelos de negocio de IA. Si se diera tal escenario, es probable que las correlaciones entre la renta variable y la renta fija se volvieran muy negativas, lo que reforzaría las ventajas de la diversificación dentro de las carteras multiactivos. El oro también debería desempeñar su papel tradicional de «refugio seguro» y diversificador, respaldado por las compras a largo plazo de los bancos centrales de los mercados emergentes.

Sin embargo, la diversificación por sí sola puede no ser suficiente en caso de una fuerte caída del mercado. Es esencial añadir protecciones sistemáticas y tácticas para introducir convexidad a la baja. Si bien existen coberturas estructurales para hacer frente a los riesgos extremos, serán necesarias medidas adicionales a corto plazo y tácticas cuando los mercados de renta variable descuenten plenamente los escenarios optimistas y el posicionamiento de los inversores se tense. Por este motivo, empleamos opciones y estrategias sistemáticas (incluidas estrategias de dispersión para hacer frente a una caída de la IA) como coberturas superpuestas en clases de activos tradicionales y diversificadas.

En resumen, aunque la primera parte del año debería ofrecer un entorno favorable para la renta variable y la renta fija en las estrategias multiactivos, creemos que serán fundamentales las estrategias superpuestas diseñadas para navegar por la mayor incertidumbre y la posibilidad de un rápido aumento de la volatilidad

## LUMYNA



**ALEXANDER SCHOENFELDT**  
Head of Investments,  
Lumyna Investments

## El conjunto de oportunidades de renta fija macroeconómica es el más atractivo en años

La primera mitad de 2025 se caracterizó por la incertidumbre sobre las perspectivas políticas de Estados Unidos, especialmente en lo que respecta a los aranceles. Estados Unidos anunció nuevos aranceles en febrero y marzo, y también señaló que habría más. En Europa, las propuestas para relajar el freno al endeudamiento en materia de gasto en defensa, así como un nuevo y enorme plan de gasto en infraestructuras, provocaron que los mercados bursátiles y de bonos europeos se desacoplaran de los estadounidenses, aunque a mediados de año las acciones estadounidenses volvían a estar en condiciones de obtener mejores resultados. En el tercer trimestre se promulgó en Estados Unidos la ley «One Big Beautiful Bill Act», que fue acogida positivamente por los mercados de renta variable, respaldada por unos resultados empresariales generalmente sólidos. Aunque los datos económicos estadounidenses mostraron signos de ablandamiento durante el trimestre, la Reserva Federal respondió con un giro moderado, recortando los tipos en su reunión de septiembre, la primera reducción del año, y señalando una mayor flexibilización en el futuro. Este fue un contexto ampliamente positivo para la renta variable mundial y deja al índice MSCI World Equity Index con una subida del 18 % en lo que va de año (incluidos los dividendos) en el momento de redactar este informe<sup>1</sup>.

¿Qué significa esto para nuestra situación actual? Pues bien, la renta variable estadounidense se encuentra actualmente en su valoración más alta (en términos de ratio precio/beneficio futuro) desde la burbuja tecnológica de 1999/2000, a pesar del elevado crecimiento de los

beneficios ya incorporado en el denominador del cálculo. Aunque sin duda hay circunstancias únicas que impulsan el notable rendimiento de la renta variable, que pueden acabar justificándose o no, creemos que es un buen momento para considerar alternativas que también pueden ofrecer oportunidades atractivas, pero con menos riesgo de valoración implícito.

Actualmente vemos oportunidades atractivas en la inversión macro en renta fija, lo que puede generar rendimientos tomando posiciones direccionales en instrumentos de renta fija, y también aprovechando las diferencias de valor relativo en todo el universo de la renta fija. Esta estrategia también puede beneficiarse de las variaciones en los tipos de cambio, creando oportunidades para sacar partido de las diferencias en la política monetaria y las condiciones económicas entre países. Y lo que es más importante, puede ofrecer una fuente de rendimiento diferenciada en comparación con los mercados de renta variable, pero con un conjunto de oportunidades que es el mejor que ha habido en años. Esto se debe a que el sistema financiero mundial ha pasado de un período de tipos de interés contenidos a otro en el que los movimientos de los tipos y las divisas están impulsados por condiciones individuales dispares. Entre los mercados desarrollados, los tipos están subiendo en Japón, las curvas de rendimiento están cambiando en Alemania y los tipos están bajando en el Reino Unido y Estados Unidos. Lo anterior está provocando presiones que también mueven los tipos de cambio entre países, lo que crea múltiples oportunidades para que los inversores expertos generen rendimientos en los próximos meses y años.

## GENERALI



**CÉDRIC BARON**  
Head of Asset Allocation  
Products,  
Generali Asset Management

# CRÉDITO PRIVADO




**SANDRINE RICHARD**  
Head of Direct Private Debt,  
Generali Asset Management

## No hay nada gratis, pero hay muchas oportunidades de deuda privada en las pymes europeas

La deuda privada europea entra en 2026 respaldada por la persistente demanda de los inversores de rentabilidad, diversificación e impacto en la economía real. A pesar de un contexto macroeconómico más débil y de algunos impagos aislados que han atraído la atención de los medios de comunicación, creemos que el mercado sigue siendo fundamentalmente sólido y ofrece muchas oportunidades para los prestamistas disciplinados con experiencia en el sector y sólidas relaciones con los patrocinadores. En este contexto, tres temas guían nuestro enfoque.

### 1. Un entorno económico en deterioro

La actividad económica en toda Europa se está desacelerando, ya que las condiciones financieras más estrictas, la ralentización de la demanda de los consumidores y la incertidumbre geopolítica lastran el crecimiento. Las recientes quiebras, especialmente en Estados Unidos, han acaparado los titulares, pero para nosotros forman parte del ciclo normal de riesgo y no son ni inéditas ni sistémicas. Más bien refuerzan una idea clave: los entornos más débiles exigen una suscripción más sólida. Prestamos más atención a los escenarios de estrés, los riesgos de refinanciación y los sectores en los que se está erosionando el poder de fijación de precios. Vemos un conjunto de oportunidades saludables, que, como siempre, requieren precisión y selectividad.

### 2. Reevaluación del riesgo

Con unos costes de financiación más elevados durante más tiempo y la continua reducción de los bancos, los prestamistas privados desempeñan un papel crucial, pero deben estar alerta. Nos centramos en posiciones garantizadas con primera hipoteca, apalancamiento disciplinado y cláusulas restrictivas para proteger a los inversores. Sigue siendo esencial una fuerte alineación con los patrocinadores.

El flujo de operaciones sigue siendo sólido, especialmente en el mercado medio-bajo europeo, donde las pymes siguen buscando soluciones de financiación a largo plazo basadas en las relaciones.

### 3. El papel cada vez más importante de la deuda privada alineada con los criterios ESG y las pymes

Las pymes incorporan las consideraciones ESG en los cimientos de sus modelos de negocio, en lugar de adaptarlas posteriormente, como hacen las grandes empresas, que son más difíciles de manejar. Estas pymes están creando los productos y servicios necesarios para un mundo en constante cambio y son los líderes industriales del mañana. Pero, aunque las pymes lideran la innovación, los bancos tradicionales no les prestan la atención que merecen. La deuda privada puede apoyar directamente a estas empresas innovadoras mediante una financiación vinculada a indicadores clave de rendimiento (KPI) claros y medibles. Las expectativas de los inversores van en la misma dirección: más del 80 % de los inversores globales exigen ahora a los gestores de activos que demuestren una estrategia de inversión sostenible.[1] Dado que las pérdidas económicas relacionadas con el clima superarán los 300 000 millones de euros a nivel mundial en 2024<sup>2</sup>, creemos que profundizar en la integración de los criterios ESG es una responsabilidad, no una tendencia, así como una oportunidad.

En general, creemos que 2026 recompensará a los inversores que sean selectivos, estén alineados con la sostenibilidad y orientados a las soluciones, y que sean capaces de navegar por la incertidumbre macroeconómica mientras financian a la próxima generación de líderes empresariales de Europa.



## Los mercados secundarios de crédito privado podrían vivir un año decisivo

De cara a 2026, creemos que el mercado de secundarios de crédito privado está pasando de ser una herramienta emergente de liquidez a convertirse en un pilar estratégico dentro de la asignación a mercados privados. El volumen de transacciones está impulsado por una combinación de crecimiento estructural, evolución de la infraestructura de mercado y cambios en las necesidades de los inversores. La clase de activo de crédito privado alcanza actualmente unos 1,7 billones de dólares y se proyecta que crezca a una tasa anual del 15 %, creando una base sustancial para el desarrollo de transacciones secundarias<sup>3</sup>.

Este crecimiento se ve reforzado por el aumento de la volatilidad del mercado, que lleva a los inversores a buscar los retornos relativamente estables y predecibles asociados al crédito privado. Los secundarios se han convertido en una herramienta preferida para obtener liquidez, reequilibrar carteras y mejorar la rentabilidad. Los volúmenes de transacción han pasado de 3–5 mil millones de dólares anuales a más de 10 mil millones en los últimos años, y los tamaños de las operaciones suelen oscilar entre 100 millones y 1 mil millones, reflejando la creciente escala y sofisticación del mercado<sup>4</sup>.

Creemos que lo que eleva significativamente el atractivo de los secundarios de crédito privado es la posibilidad de adquirir carteras maduras, a menudo con descuento. Esto puede generar un incremento inmediato del valor total sobre el capital aportado y permite a los inversores beneficiarse de duraciones más cortas, un despliegue más rápido del capital y un perfil de distribución acelerado. Estas carteras suelen estar compuestas por fondos cercanos o posteriores a su periodo de inversión, ya centrados en la monetización y ofreciendo

pagos regulares de intereses procedentes de los préstamos subyacentes. Esa combinación de rentabilidad y eficiencia de capital es difícil de replicar en otros segmentos de los mercados privados.

La infraestructura que respalda el mercado ha madurado significativamente. Han surgido fondos y asesores especializados con estructuras de capital alineadas a los retornos del crédito, lo que permite transacciones más complejas, incluidas carteras de fondos, ventas lideradas por LP, soluciones lideradas por GP y operaciones de balance. En el lado vendedor, los LP utilizan los secundarios de forma proactiva, no solo para obtener liquidez, sino también para consolidar relaciones con GPs y orientarse hacia exposiciones más oportunistas. Los GPs también contribuyen al flujo de operaciones buscando acelerar distribuciones mediante vehículos de continuación y mandatos separados (SMAs).

Todavía existen características propias de un mercado en desarrollo. Persisten bid-ask spreads en ciertos segmentos, y el análisis es matizado, centrado en la generación de ingresos, la preservación del capital y la identificación de valor implícito, como oportunidades de "pull to par". Pero estas son precisamente las dinámicas que, creemos, recompensan a los gestores con una sólida experiencia en crédito y capacidades de originación robustas.

En resumen, el conjunto de oportunidades se está expandiendo rápidamente, y creemos que los secundarios de crédito privado están en camino de un crecimiento sostenido —y potencialmente acelerado— durante 2026 y más allá. believe private credit secondaries are on track for continued and potentially accelerated growth through 2026 and beyond.



**MARCO BUSCA**  
Head of Indirect Private Debt,  
Generali Asset Management

<sup>1</sup> Fuente: Morgan Stanley, diciembre de 2024.

<sup>2</sup> Fuente: Munich Re, 2025.

<sup>3</sup> Fuente: Brookfield, marzo de 2025.

<sup>4</sup> Fuente: Jeffries, julio de 2025.

## Se espera que el flujo de operaciones de préstamos directos en EE. UU. se acelere en 2026



**SEAN SULLIVAN**  
Head of Private Credit,  
Octagon Credit Investors

El mercado estadounidense de préstamos directos continuó su expansión en 2025, superando el billón de dólares en tamaño<sup>1</sup>. Creemos que el flujo de operaciones de préstamos directos está bien posicionado para acelerarse en 2026, impulsado por el elevado dry powder de private equity (PE), la antigüedad de las participaciones en compañías de cartera de PE y un entorno de tipos de interés más constructivo.

Los patrocinadores de PE son el principal motor del flujo de operaciones de préstamos directos, representando el 75% del volumen de transacciones en 2025<sup>2</sup>. Creemos que el Private Equity se prepara para entrar en 2026 con niveles históricamente altos de dry powder tras varios años de fuerte recaudación y un entorno de fusiones y adquisiciones (M&A) moderado. El AUM de PE en EE.UU. alcanzó los 3,6 billones de dólares a finales de 2024, con aproximadamente un billón de dólares de dry powder, lo que supone alrededor del 25% de la clase de activos y aproximadamente equivalente al tamaño de todo el mercado de préstamos directos<sup>3</sup>. A medida que las expectativas de valoración se normalizan, los patrocinadores están cada vez más motivados para buscar nuevas inversiones en plataformas y adquisiciones complementarias, reforzando la demanda de soluciones de préstamos directos debido a la certeza en la ejecución y la flexibilidad estructural.

La combinación de múltiplos de compra elevados de cosechas anteriores y la incertidumbre macroeconómica ha dado lugar a períodos de tenencia más largos de compañías en cartera de PE. El período medio de tenencia para empresas respaldadas por PE ha alcanzado los 3,8 años, el más largo desde 2011, creando presión para devolver capital a los LP.3 A medida que estas empresas alcancen sus valoraciones, creemos que los patrocinadores buscarán cada vez más salir de sus posiciones.

Las perspectivas de recortes adicionales de tipos en 2026 deberían reducir las brechas de valoración, mejorar la asequibilidad para los prestatarios y fortalecer la convicción de los patrocinadores para realizar transacciones. Un contexto de política más acomodaticia también impulsa la actividad general de M&A, creando un viento de cola más amplio para el flujo de operaciones apalancadas, lo que, creemos, permite a los prestamistas ser más selectivos.

En conjunto, creemos que estas dinámicas sugieren que 2026 podría marcar un punto de inflexión significativo para los préstamos directos, caracterizado por volúmenes de transacción en aumento, dinámicas más saludables entre prestatarios y prestamistas, y oportunidades ampliadas para que los prestamistas directos ofrezcan soluciones de capital a medida a un universo de patrocinadores altamente comprometido.

# INMOBILIARIO

<sup>1</sup> Fuente: BofA Global Research, "CLO Weekly - 2026 Private Credit Outlook: Peak interest vs PIK interest" (16 de noviembre de 2025).  
<sup>2</sup> Fuente: Morgan Stanley, "Weighing in on Direct Lending: Analyzing Durability & The Supply-Demand Balance" (Octubre de 2025).  
<sup>3</sup> Fuente: Pitchbook LCD, "Q3 2025 US PE Breakdown" (30 de septiembre de 2025).



**MICHEL TE PASKE**  
Head of Investor Relations y  
Capital Raising,  
Generali Real Estate

## Fundamentos sólidos en el resiliente mercado inmobiliario europeo

Las perspectivas económicas europeas están mejorando gradualmente, a pesar de la incertidumbre geopolítica generalizada y la volatilidad relacionada con el comercio observadas a principios de año. Se espera que el crecimiento en la eurozona se mantenga estable, respaldado por el aumento de los salarios reales, la resistencia de los mercados laborales y el gasto fiscal específico, especialmente en infraestructura y defensa. Si bien el aumento de los aranceles estadounidenses pesa sobre las exportaciones, la reducción de la incertidumbre política y las expectativas de una mayor flexibilización de las condiciones de financiación pueden mejorar la confianza del mercado. De cara al futuro, se prevé que la inflación se estabilice en torno al objetivo medio del 2 % del BCE, mientras que los riesgos para el crecimiento siguen a la baja, con las tensiones comerciales mundiales y la posible debilidad de la demanda exterior como posibles obstáculos. En este contexto de mejora, creemos que la logística, las oficinas, el comercio minorista, la hostelería y la deuda inmobiliaria comercial serán temas atractivos en el sector inmobiliario europeo de cara a 2026.

El sector logístico europeo sigue siendo atractivo, respaldado por el crecimiento sostenido del comercio electrónico y el cambio de los modelos de cadena de suministro «justo a tiempo» a «por si acaso». La demanda de activos bien situados a lo largo de los principales corredores de transporte es fuerte, impulsada por las bajas tasas de desocupación y la limitada oferta nueva. Creemos que estos activos pueden ofrecer un sólido potencial de reversión, lo que respalda el crecimiento futuro de los flujos de caja.

El sector de oficinas está experimentando una marcada diferenciación, con activos prime bien situados y que registran una demanda sostenida por parte de ocupantes que dan prioridad a la calidad de la ubicación, las comodidades para

los inquilinos y las credenciales ESG. Las grandes empresas pueden permitirse dar prioridad a la calidad del espacio de oficinas frente al ahorro de costes, ya que los inmuebles representan una parte menor de su gasto total. Las restricciones de oferta en los principales mercados, junto con la limitada finalización de nuevas construcciones en ubicaciones privilegiadas, están posicionando el crecimiento de los alquileres como una característica estructural a corto y medio plazo, especialmente en los principales distritos comerciales centrales (DCC).

El comercio minorista se ha adaptado a los retos del comercio electrónico y a una década de presión sobre los alquileres. Los centros comerciales dominantes en las principales zonas de influencia están obteniendo buenos resultados. Con el ajuste del valor de los activos y la nueva oferta en mínimos históricos, el sector muestra resiliencia y unas perspectivas positivas.

El sector hotelero se está beneficiando del crecimiento del turismo mundial, lo que está impulsando renovaciones y nuevos desarrollos. Los viajes de ocio lideran la recuperación, mientras que la demanda se expande en los mercados urbanos con gran riqueza cultural. El sector ofrece oportunidades para estrategias de valor añadido y estrategias básicas a largo plazo.

Por último, en el ámbito de la deuda inmobiliaria comercial, los préstamos alternativos están ganando terreno a medida que los bancos adoptan una postura cautelosa. Los prestamistas no bancarios están llenando el vacío con préstamos inmobiliarios senior con tipos variables y ratios LTV (loan to value) conservadores (~50-60 %). Estas estructuras proporcionan generalmente resiliencia en mercados volátiles y protegen contra el aumento de los tipos de interés, lo que las convierte en una opción atractiva para los inversores que buscan estabilidad.

# INFRAESTRUCTURAS

infranity

## Un abundante conjunto de oportunidades en infraestructuras europeas

Las infraestructuras siguen destacando como una clase de activo resiliente y dinámico, con perspectivas sólidas y continuas para 2026.

El mercado europeo de infraestructuras ofrece una oportunidad de inversión atractiva y resiliente, respaldada por megatendencias estructurales y un sólido apoyo normativo. Tanto los imperativos de la descarbonización como los de la digitalización están transformando las economías, lo que genera una demanda sin precedentes de capital para financiar activos esenciales. Según la Comisión Europea, se necesitarán 5,4 billones de euros adicionales entre 2025 y 2031 para cumplir los objetivos climáticos y de conectividad, con un déficit anual de financiación de entre 400 y 600 mil millones de euros que los mercados privados deben cubrir.

Los inversores institucionales se sienten cada vez más atraídos por las infraestructuras gracias a sus características distintivas: flujos de caja estables e indexados a la inflación, baja correlación con los mercados públicos y protección frente a riesgos a la baja. Estas características convierten a las infraestructuras en un potente diversificador y en una fuente de ingresos predecibles a lo largo de los ciclos. En Europa, la oportunidad abarca tanto estrategias de renta variable como de deuda, lo que ofrece flexibilidad en la estructura de capital. Las estrategias de deuda con retorno mejorado pueden ofrecer rendimientos de Euribor + 550–600 pb, mientras que las inversiones en renta variable core-plus apuntan a TIR brutas superiores al 13 %, combinando rentabilidad con creación de valor a largo plazo<sup>1</sup>.

Nuestras convicciones sectoriales para 2026 y más allá se apoyan en fundamentos sólidos y duraderos:

- **Transición energética:** La descarbonización ha pasado de ser una aspiración política a una necesidad económica, impulsada también por la búsqueda de mayor seguridad energética. La generación de energía renovable — solar, eólica, hidroeléctrica, biogás— y los sistemas de almacenamiento de energía en baterías son la columna

vertebral de esta transición.

- **Transformación digital:** El fuerte crecimiento de los datos, la computación en la nube y la inteligencia artificial están impulsando una demanda exponencial de centros de datos, redes de fibra y conectividad 5G. Las infraestructuras digitales sostenibles son ahora tan esenciales como lo fueron en su día las redes de transporte o eléctricas.
- **Transporte descarbonizado:** La electrificación del transporte personal y público, junto con la inversión en ferrocarril de mercancías y sistemas de transporte público, están redefiniendo la movilidad y la logística, lo que cumple con los objetivos de descarbonización.
- **Medio ambiente, agua y residuos:** La normativa sobre economía circular y la escasez de recursos están catalizando inversiones en plataformas de reciclaje, instalaciones de tratamiento de agua y soluciones de eficiencia industrial. Para 2030, la UE pretende reciclar el 65 % de los residuos de envases y enviar al vertedero menos del 10 % del total de los residuos, lo que crea un enorme mercado accesible para operadores sostenibles.

Aunque las necesidades de inversión en estos sectores son extremadamente elevadas, una parte importante de las oportunidades para desplegar capital se encuentra en el segmento mid-market, que puede ofrecer algunas de las propuestas de valor más atractivas. Para los inversores, las infraestructuras europeas pueden ofrecer una combinación poco común de escala, sostenibilidad y resiliencia. Con gestores consolidados desplegando capital con rapidez e integrando objetivos ESG, creemos que esta clase de activo se erige como piedra angular para las carteras que buscan un rendimiento ajustado al riesgo a largo plazo en 2026 y los próximos años.

sosteneo  
Infrastructure Partners

**CHRISTOPHER DEVES**  
Partner y Head of Investor Relations,  
Sosteneo Infrastructure Partners

## Rentabilidad defensiva, literalmente: cómo la expansión de la energía limpia en Europa gana un nuevo impulso estructural

Para los inversores institucionales, 2026 marca un momento decisivo en el panorama energético europeo, en el que la implantación de energías limpias, la resiliencia del sistema y las consideraciones de seguridad estarán cada vez más interconectadas. En los ámbitos político, industrial y de inversión, crece el reconocimiento de que los sistemas energéticos deben ser más resilientes y menos dependientes de combustibles importados o fuentes de suministro concentradas. Como resultado, la infraestructura renovable de nueva construcción está pasando de ser una prioridad climática a convertirse en un pilar central de la planificación de estabilidad a largo plazo en Europa.

Las recientes disrupciones han demostrado cómo las debilidades en los sistemas energéticos pueden traducirse rápidamente en una mayor exposición económica. Esto ha llevado a los responsables políticos a reforzar la generación doméstica, diversificar las fuentes energéticas y aumentar la flexibilidad. En este contexto, la energía renovable, el almacenamiento en baterías y las nuevas infraestructuras de red se valoran no solo por la descarbonización, sino también por las ventajas de seguridad que aportan la generación distribuida, la mayor redundancia y la menor dependencia de fuentes concentradas y de importaciones energéticas.

Para los inversores, es importante destacar que el cambio de enfoque hacia la defensa y la resiliencia está acelerando la formación de capital. Las instituciones públicas están destinando más recursos a la innovación y a infraestructuras de doble uso que refuerzan la competitividad industrial, mientras que el capital privado se orienta cada vez más hacia activos alineados con estas necesidades sistémicas

a largo plazo. En la práctica, esto está generando un flujo creciente de inversión en tecnologías que sustentan la electrificación segura, el suministro fiable y la continuidad operativa. Esto representa un viento de cola duradero para la nueva infraestructura limpia, con claras implicaciones comerciales y financieras positivas para los inversores que asignan capital a esta clase de activos.

Para Sosteneo, estas dinámicas refuerzan la relevancia de nuestra estrategia. La generación renovable de nueva construcción, el almacenamiento en baterías y la mejora de las redes proporcionan el suministro resiliente y preparado para el futuro que Europa busca escalar. Nuestro enfoque industrial y la capacidad de asociarnos con utilities permiten que estos proyectos se ejecuten con rapidez, beneficiándose de ingresos contratados a largo plazo, ideales para carteras institucionales. El resultado es el acceso a infraestructuras esenciales que resuelven retos a nivel de sistema, lo que puede ofrecer ingresos contratados a largo plazo y características de flujo de caja típicamente asociadas a los activos de infraestructura.

En 2026, la interacción entre la resiliencia del sistema energético y la agenda de seguridad más amplia seguirá moldeando la inversión en infraestructuras en toda Europa. Los inversores alineados con gestores especializados capaces de originar, estructurar y ejecutar nuevos activos críticos de energía limpia estarán bien posicionados para capturar la próxima fase de crecimiento.

<sup>1</sup> Fuente: Infranity a finales de noviembre de 2025.



**GENERALI**  
INVESTMENTS

# Gracias.

[www.generali-investments.com](http://www.generali-investments.com)

## INFORMACIÓN IMPORTANTE

Esta comunicación ha sido elaborada por Generali Investments basándose en la información y opiniones de las sociedades de gestión de activos afiliadas, y en fuentes tanto internas como externas al Grupo Generali. Si bien se considera que dicha información es fiable a los efectos del presente documento, no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, de que dicha información u opiniones sean exactas o completas.

La información, las opiniones, las estimaciones y las previsiones contenidas en este documento son válidas en la fecha de su publicación y representan únicamente la opinión de la sociedad gestora de activos afiliada correspondiente, por lo que están sujetas a cambios sin previo aviso. No deben considerarse una recomendación, explícita o implícita, sobre una estrategia de inversión o un consejo.

Antes de suscribirse a cualquier oferta de servicios de inversión, cada cliente potencial recibirá todos los documentos previstos por la normativa vigente en cada momento, que el cliente deberá leer atentamente antes de tomar cualquier decisión de inversión. Las sociedades de gestión de activos citadas pueden haber tomado, y pueden tomar en el futuro, decisiones de inversión para las carteras gestionadas que sean contrarias a las opiniones expresadas aquí.

Generali Investments y las gestoras de activos afiliadas no asumen ninguna responsabilidad por los errores u omisiones y no serán responsables de los daños o pérdidas que se deriven del uso indebido de la información aquí proporcionada.

## Sobre Generali Investments

Investments es una plataforma de gestoras de activos que son propiedad directa o indirecta de Generali Investments Holding S.p.A., entre las que se incluyen: Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio, Infrantry, Sycomore Asset Management, Aperture Investors LLC (incluida Aperture Investors UK Ltd), Plenisher Investments S.p.A. Società di gestione del risparmio, Lumyna Investments Limited, Sosteneo S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Real Estate S.p.A. Società di gestione del risparmio, Conning\* y, entre sus filiales, Global Evolution Asset Management A/S —incluidas Global Evolution USA, LLC y Global Evolution Fund Management Singapore Pte. Ltd— Octagon Credit Investors, LLC, Pearlmark Real Estate, LLC, MGG Investment Group LP, así como Generali Investments CEE.

\*Incluye Conning, Inc., Conning Asset Management Limited, Conning Asia Pacific Limited, Conning Investment Products, Inc., Goodwin Capital Advisers, Inc. (en conjunto, «Conning»).

Forma parte del Grupo Generali, fundado en 1831 en Trieste como Assicurazioni Generali Austro-Italiche y uno de los líderes en los sectores de seguros y gestión de activos.

Your Partner for Progress.