



Humanizamos tus finanzas

Outlook 2025 – 2º Semestre

Perspectivas Económicas y Financieras

Julio 2025

Outlook 2025 – 2ª Semestre

■ Introducción.....	3
■ Catalizadores y condicionantes de los escenarios.....	4
■ Mensajes Claves.....	5
■ Escenarios 2025.....	5
■ Otros factores de riesgo.....	8
■ Asset Allocation.....	10
■ Resumen Estimaciones 2025.....	11
■ Temas de inversión y factores de incertidumbre.....	14
■ Análisis económico.....	25
■ Análisis financiero.....	35

A la espera de los impactos de la mayor incertidumbre y menor pragmatismo de Trump



La primera mitad de 2025 ha estado marcada por la incertidumbre asociada a la administración Trump. Los anuncios, amenazas, recalibraciones y suspensiones temporales han sido una constante y dificultan una lectura de la situación macroeconómica a nivel global. El dato del PIB del primer trimestre fue un ejemplo claro de ello. Mientras que en Estados Unidos, el PIB se contrajo en un contexto de elevadas importaciones para evitar los aranceles del Liberation Day, este mismo factor favoreció expansiones en los datos de la zona euro o algunos países asiáticos, impulsados por las exportaciones. Nuevamente, la elevada incertidumbre nos obliga a pensar y gestionar según [escenarios](#).

Trump se ha mostrado menos pragmático de lo anticipado, pero no inflexible, en sus promesas electorales. El impacto de sus políticas en el mercado de deuda y, por tanto, en el coste de financiación, más que su popularidad o la evolución de las bolsas, han sido claves para provocar modulaciones y retrocesos en algunas de ellas, especialmente en materia arancelaria. En cualquier caso, [los aranceles se sitúan, hoy por hoy, en máximos de casi un siglo](#), la legislación fiscal propuesta supondría un fuerte aumento de la deuda pública y la política migratoria está siendo controvertida. El dólar, que se ha depreciado de forma notable en sus principales cruces, ha reflejado este deterioro del entorno institucional en Estados Unidos. A pesar de todo, el impacto de estas políticas no es aún aparente ni en actividad económica ni en precios y podría materializarse durante la segunda mitad del año. Con ello, nuestro [escenario central](#) no contempla una recesión (principalmente por los sólidos fundamentos económicos), aunque sí estimamos una [desaceleración de la actividad](#).

A nivel internacional, [Europa ha acelerado la búsqueda de la autonomía estratégica](#), con medidas destinadas a impulsar el gasto en defensa y en infraestructuras. Alemania, por su parte, tras la elección del nuevo canciller Merz, dio un giro radical a sus políticas fiscales, en los últimos años muy basadas en la austeridad, para aumentar el gasto en defensa y en infraestructura. En la segunda mitad del año, un paso adicional en el proceso de autonomía estratégica deberían ser los avances en la canalización del ahorro doméstico hacia proyectos de inversión europeos, mediante avances en la Unión de Ahorro e Inversión (*Savings and Investment Union*).

Geopolíticamente, [el orden global se confirma más basado en fuerza y poder que en reglas y confianza](#). Así, por ejemplo, en estos primeros meses del año India y Pakistán registraron enfrentamientos armados en la frontera de Kashmir, mientras que el conflicto entre Rusia y Ucrania no ha mostrado visos de encaminarse a un alto-el-fuego. En Oriente Medio, Israel e Irán alcanzaron una tregua tras dos semanas de ataques mutuos en los que también participó Estados Unidos. Todos estos conflictos pueden sufrir aumentos de tensión en la segunda parte del año, con impactos en los mercados y activos financieros.

En España, [la moderación del crecimiento económico tiene lugar en un contexto de incertidumbre global](#) y desaceleración generalizada. En positivo, es importante tener en cuenta que es uno de los países europeos con menor exposición comercial y financiera directa Estados Unidos. Por otro lado, la inestabilidad política doméstica y el foco puesto por Estados Unidos en el gasto en defensa pueden ser factores de lastre.

En este informe, analizamos el entorno económico, financiero y geopolítico y sus consecuencias para los distintos activos financieros.

Pragmatismo de Trump	<p>Trump ha mostrado un menor pragmatismo que el anticipado y ha señalado una menor preocupación por el aumento de la inflación, el deterioro de la actividad económica, las caídas de los mercados de renta variable y por su popularidad.</p> <p>Este mayor umbral de dolor solo ha sido cruzado por la depreciación del dólar y los aumentos en la rentabilidad de la deuda soberana que tuvieron lugar en la primera mitad de abril, tras el <i>Liberation Day</i>, que ha forzado cierto cambio de tono y de discurso en política comercial.</p>
Deterioro institucional	<p>La administración Trump ha mostrado cierta voluntad de forzar una dominancia del poder ejecutivo en el sistema político de Estados Unidos:</p> <ul style="list-style-type: none">• Desobedeciendo mandatos judiciales p.ej. en extradiciones.• Expandiendo sus poderes en política comercial frente al Congreso mediante el (sobre)uso del criterio de emergencia.• Presionando a instituciones independientes como la Fed
Respuestas de China	<p>El gobierno responderá con medidas de estímulo fiscal y monetario ante posibles caídas de la actividad como consecuencia de la elevada incertidumbre y de la escalada arancelaria. Las autoridades buscarán alcanzar nuevos acuerdos comerciales con terceros países para sus exportaciones.</p>
Impulso fiscal y reformas estructurales en la UE	<p>La agresividad de la política de Estados Unidos lo descarta como aliado confiable para la UE y le lleva a impulsar su independencia estratégica.</p> <p>En materia fiscal, la Comisión Europea apoya el gasto en defensa mediante la flexibilización de las reglas fiscales. El nuevo ejecutivo alemán ha indicado su voluntad de utilizar el amplio espacio fiscal de que dispone el país para impulsar el gasto en defensa y en infraestructuras.</p> <p>En lo referente a las reformas estructurales, los informes Draghi y Letta marcan una hoja de ruta (que la Comisión ha hecho suya) para que la UE recupere la competitividad. La mayor estabilidad política en Francia y Alemania constituyen un factor de apoyo. Algunas áreas, como la Unión de Ahorro e Inversión (<i>Savings and Investment Union</i>), pueden encontrar reticencias de algunos estados que lastren su desarrollo.</p>
Recortes de tipos	<p>En un contexto de moderación de la actividad y de la inflación convergiendo a su objetivo, el BCE podría bajar el tipo de referencia temporalmente por debajo del tipo de neutralidad (que se estima alrededor del 2,00%). Estos recortes del tipo rector generaran efectos estimulativos sobre el consumo y la inversión y pueden tener un efecto adicional a través de mejoras en la confianza de los agentes económicos. La Fed no podrá reducir al mismo ritmo en un contexto de inflaciones más elevadas.</p>



	Esc. Base: Incertidumbre (Probabilidad: 60%)	Esc. Pesimista: Liberation Day (Probabilidad: 30%)	Esc. Optimista: Art of the Deal (Probabilidad: 10%)
Política comercial de Estados Unidos	Arancel universal del 10%, del 40%-60% a China y sustanciales exenciones sectoriales y algunos acuerdos por países. Tasa promedio efectiva ~15%	Arancel universal del 10% y recíprocos en los niveles del <i>Liberation Day</i> y posteriores, con pocas excepciones Tasa promedio efectiva ~25%	Arancel universal del 10%, con exenciones sectoriales y nuevos acuerdos comerciales. Tasa promedio efectiva <10%
Condiciones económicas	Desaceleración, más marcada en Estados Unidos que en la zona euro	Recesión técnica en Estados Unidos y contagio del deterioro a otras economías	Impulso fiscal en China y la zona euro. Aumento de la productividad.
Inflación	Inflación convergiendo al objetivo en la zona euro, temporalmente más elevada en Estados Unidos por el impacto de los aranceles	Inflación más elevada a corto plazo en Estados Unidos por aranceles y control migratorio	Inflaciones más moderadas por menores aranceles e impulso de la productividad
Bancos centrales	Recortes de tipos de interés, por debajo de la neutralidad en el caso del BCE	Fuertes recortes de los tipos de interés. En Estados Unidos, solo tras el inicio de la moderación de la inflación	Recortes moderados de los tipos de referencia
Condiciones financieras	Episodios de volatilidad provocados por la incertidumbre económica y (geo)política	Adversas. Mal comportamiento de los activos de riesgo	Favorables. Moderación de las primas de riesgo
Fiscalidad	Creciente foco en la fiscalidad	Nuevos aumentos del déficit de Estados Unidos pueden provocar dudas sobre su sostenibilidad	Evolución favorable de las métricas fiscales
Geopolítica	Incertidumbre elevada, aunque menor que en abril de 2025	Conflictos intensos más allá de lo comercial (tecnología, materiales, ...). Aceleración de la fragmentación y desglobalización.	Fin de los conflictos en Ucrania y Oriente Medio. Avances en construcción europea con la implementación del informe Draghi.

	Esc. Base: Incertidumbre (Probabilidad: 60%)	Esc. Pesimista: Liberation Day (Probabilidad: 30%)	Esc. Optimista: Art of the Deal (Probabilidad: 10%)
Sentimiento inversor	Razonable, dada la incertidumbre, que provocará oscilaciones.	Muy negativo. Elevada aversión al riesgo y aumento de las primas a plazo y de riesgo.	Positivo. Entorno de <i>risk-on</i> .
Renta fija soberana	Rentabilidades presionadas al alza por políticas fiscales expansivas. Aumento de la pendiente de las curvas	Marcada diferenciación en función de los fundamentos fiscales y buen comportamiento de los activos de refugio.	Rentabilidades estables o reduciéndose en un contexto de favorable crecimiento económico
Renta fija corporativa	Apoyo para los diferenciales de crédito de la solvencia financiera empresarial	Ampliación de los diferenciales de crédito y deterioro de la calidad crediticia	Compresión de los diferenciales de crédito
Renta Variable	Diferenciación favorable de Europa frente a Estados Unidos dado el diferencial macroeconómico y fiscal	Fuertes correcciones especialmente en los sectores más expuestos a los flujos transfronterizos y objeto de tensiones	Evolución positiva de la renta variable, en especial de sector procíclico y de mayor riesgo. Aceleración de los EPS
Divisas	Depreciación del dólar estadounidense por el deterioro macroeconómico, fiscal e institucional	Depreciación del dólar estadounidense. A pesar de las intervenciones, apreciaciones del yen japonés y otras divisas seguras	Estabilidad en los principales cruces. Buen comportamiento del euro y divisas emergentes
Materias primas	Presión a la baja sobre el petróleo por actividad y al alza sobre el oro por menor confianza sobre el dólar	Caída del crudo y otras materias primas cíclicas. Aumento del precio del oro	Desplazamiento al alza del precio del petróleo y otras materias primas. Relajación en el dinamismo del precio del oro

El entorno actual obliga a pensar en Escenarios

Pesimista

30%

Liberation Day

- ▶ Inflación (aranceles)
- ▶ Recesión económica
- ▶ Desglobalización y fragmentación
- ▶ Tensionamiento condiciones financieras

Corrección
y *risk-off*

Base

60%

Incertidumbre

- ▶ Moderación inflación (menor en EEUU)
- ▶ Desaceleración económica
- ▶ Recortes graduales BCs
- ▶ Incertidumbre

Gradual recuperación
con volatilidad

Optimista

10%

Art of the Deal

- ▶ Impulso económico sincronizado
- ▶ Tipos algo restrictivos
- ▶ Fin de conflictos armados
- ▶ Construcción europea

Risk-On en activos de
riesgo

Presión en la deuda soberana	El fuerte aumento de la deuda pública en los países desarrollados, pero también en algunos emergentes, supone un lastre sobre el crecimiento económico a medio-largo plazo. A corto plazo, el impacto es a través de downgrades de los ratings de economías centrales (Francia, Estados Unidos, entre otras) y un aumento de los tipos de interés sobre la deuda pública, forzando ajustes fiscales abruptos con consecuencias adversas sobre la confianza y la actividad económica.
Crisis en China	Las tensiones comerciales con Estados Unidos se suman a una demanda interna anémica , una deuda elevada y la gestión de los activos inmobiliarios deteriorados, forzando al gobierno a adoptar un paquete de impulso, que en caso de no ser suficiente, acaba impactando adversamente sobre la actividad y sobre el ciclo económico global.
Eventos climáticos	La creciente frecuencia e impacto de los eventos climáticos extremos genera un aumento de los costes públicos y privados asociados. Los fuertes aumentos en las primas de seguro en algunos activos y zonas geográficas provocan cambios en su valoración (p.ej. caídas de precios inmobiliarios, deuda corporativa y deuda pública sub-nacional). La intervención pública es costosa pero insuficiente.
Ciberataques	Los ciberataques ganan en número, nivel de sofisticación y relevancia de las víctimas. Los consumidores reducen su confianza en las comunicaciones recibidas de las empresas y las empresas deben destinar una parte creciente de sus ingresos a la lucha contra los ciberataques y en alcanzar a clientes actuales y potenciales.
Conflictos armados	Los conflictos bélicos pueden provocar fuertes aumentos de los precios de las materias primas , especialmente las energéticas. Las tensiones en Oriente Medio, especialmente en Israel e Irán son las que tienen un mayor potencial en este sentido especialmente en caso de una escalada de tensiones que pueda afectar el tráfico marítimo en el estrecho de Ormuz.

Crisis de dólar	El giro proteccionista y supremacista de Estados Unidos provoca una pérdida de confianza en el país y en sus activos y mercados financieros. Los inversores institucionales y de gestores de reservas internacionales buscan un <i>derisking</i> de los riesgos geoeconómicos e inician una rotación de las carteras , reduciendo su exposición al dólar estadounidense, provocando una fuerte depreciación del mismo y un consiguiente tensionamiento de las condiciones financieras internacionales.
Valoraciones de las tecnológicas	La fragmentación tecnológica global dadas las tensiones entre Estados Unidos y China provocan ajustes en las valoraciones las grandes compañías tecnológicas, especialmente las estadounidenses. Dada la importancia de estas empresas en los índices, el ajuste tiene consecuencias para el conjunto del mercado con correcciones marcadas en los activos de riesgo.
Intermediación financiera no bancaria	Los mercados financieros han experimentado un aumento de los participantes y de productos no tradicionales, incluyendo instrumentos no cotizados en mercados centralizados (p.ej. <i>private debt</i> y <i>private equity</i>) y participantes no bancarios y/o sujetos a una menor regulación que los participantes tradicionales. Estos mercados y participantes pueden verse forzados a liquidaciones desordenadas en caso de un tensionamiento abrupto de las condiciones financieras.
Condiciones financieras	Los países emergentes siguen expuestos a la evolución de los mercados financieros para la financiación de sus soberanos como de sus empresas por lo que un tensionamiento de las condiciones de financiación, especialmente en el mercado en dólares, puede tener consecuencias especialmente para los países más endeudados/vulnerables.
Espacio cripto	Disrupciones tecnológicas, nuevas regulaciones o episodios de ciberataques pueden generar una pérdida de confianza en el espacio de criptoactivos y una fuerte caída de sus cotizaciones con un impacto más generalizado sobre otras infraestructuras del sistema financiero.

Asset Allocation

El Asset Allocation refleja nuestra actualización trimestral de nuestro posicionamiento para los próximos 12 meses en las distintas tipologías de clases y activos financieros

RENTA VARIABLE



SOBREPONDERAR

ZONA GEOGRÁFICA

EE.UU.

EUROPA

EMERGENTES

ESPAÑA

ESTILOS

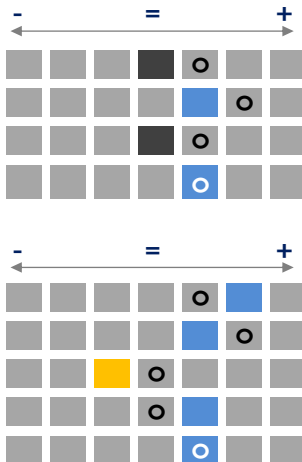
GROWTH

VALUE

CÍCLICO

DEFENSIVO

SMALL CAPS



CRÉDITO

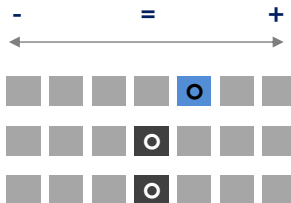


SOBREPONDERAR

INV. GRADE

HIGH YIELD

RF EMERGENTE



DEUDA PÚBLICA



NEUTRAL

OTROS



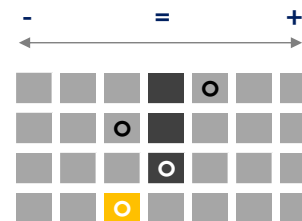
NEUTRAL

EE.UU.

EUROPA

ESPAÑA

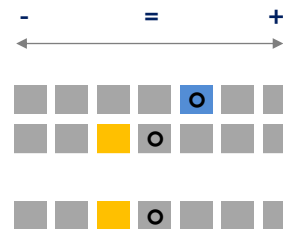
DURACIÓN



ALTERNATIVOS

MONETARIO

USD



Infraponderar

Neutral

Sobreponderar

O Visión Previa

		Geografía	Periodo	Actual (Jul 25)	Cierre 2025
Economía	Crecimiento PIB (Anualizado)	Estados Unidos	1T 25	2.1%	1.8%
		Eurozona	1T 25	1.5%	0.8%
		España	1T 25	2.8%	2.5%
	Inflación (Anualizado)	Estados Unidos	May 25	2.4%	3.0%
		Eurozona	May 25	1.9%	2.1%
		España	May 25	2.0%	2.2%
Bancos Centrales	Tipo Fed Funds	Estados Unidos	Jul 25	4.25% - 4.50%	3.75%-4.00%
	Tipo Depósito BCE	Eurozona	Jul 25	2.00%	1.75% - 2.00%
Renta Fija	Rentabilidad de la deuda a 10 años	Estados Unidos	Jul 25	4.30%	4.25% - 4.50%
		Alemania	Jul 25	2.55%	2.50% - 2.75%
		España	Jul 25	3.20%	3.25% - 3.50%
	Spread de crédito IG	Eurozona	Jul 25	60	50 -75
Renta Variable	S&P500	Estados Unidos	Jul 25	6.200	Neutral
	Eurostoxx50	Eurozona	Jul 25	5.300	Sobreponderar
	IBEX35	España	Jul 25	13.900	Sobreponderar
	MSCI EM	Emergentes	Jul 25	1.190	Neutral
Divisas	EUR/USD		Jul 25	1.17	1.10-1.20

Estimaciones económicas
(PIB, Inflación) basadas en
FMI (WEO, Abril 2025 2024),
BCE y Comisión Europea

Los inversores se refugian en el Oro y China lidera el avance de los Mercados Emergentes

Comportamiento de los activos financieros en el 1er Semestre de 2025

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
US Treasury	MSCI EM	Gold	Inflation Link.	Real Estate	MSCI Japan	Real Estate	MSCI Japan	US HY	MSCI China	Gov. EM	Nasdaq	Nasdaq	Real Estate	Commodities	Nasdaq	Nasdaq	Gold
Gov. EM	Global HY	Real Estate	Gold	Global HY	Nasdaq	Nasdaq	Real Estate	Global HY	MSCI EM	Gov. Euro	S&P 500	MSCI China	Commodities	Gold	MSCI Japan	Gold	MSCI China
Gov. Euro	MSCI China	Nasdaq	US Treasury	MSCI Japan	S&P 500	Gov. EM	Nasdaq	Commodities	Nasdaq	US Treasury	MSCI Europe	Gold	S&P 500	MSCI Japan	S&P 500	S&P 500	MSCI EM
Euro IG	US HY	Commodities	EM Sovereign	MSCI China	MSCI Europe	Gov. Euro	MSCI Europe	S&P 500	S&P 500	Euro IG	Real Estate	S&P 500	MSCI Europe	US HY	Global HY	MSCI Japan	Commodities
Gold	Nasdaq	MSCI EM	US IG	EM Sovereign	US HY	S&P 500	Gov. EM	EM Sovereign	MSCI Japan	US Aggregate	MSCI China	MSCI EM	Nasdaq	MSCI Europe	US HY	MSCI China	Inflation Link.
US Aggregate	EM Sovereign	US HY	US Aggregate	Nasdaq	Global HY	Euro IG	Gov. Euro	MSCI EM	Gold	Gold	Inflation Link.	Inflation Link.	MSCI Japan	US Treasury	Gold	Global HY	Global IG
US IG	Real Estate	Global HY	US HY	US HY	Gov. EM	MSCI Japan	EM Sovereign	Gold	Global HY	US HY	MSCI Japan	Global IG	US HY	Global HY	MSCI Europe	US HY	MSCI Europe
Global IG	MSCI Europe	S&P 500	Global IG	MSCI EM	Euro IG	US IG	Euro IG	Nasdaq	EM Sovereign	US IG	MSCI EM	US IG	Inflation Link.	US Aggregate	EM Sovereign	EM Sovereign	Global HY
Inflation Link.	Gold	EM Sovereign	Gov. Euro	S&P 500	Gov. Euro	EM Sovereign	US Treasury	US IG	Global IG	Global IG	US IG	US Treasury	Global HY	US IG	Global IG	MSCI Europe	EM Sovereign
EM Sovereign	S&P 500	US IG	Gov. EM	MSCI Europe	MSCI China	US Aggregate	US Aggregate	Real Estate	Inflation Link.	Real Estate	US HY	US Aggregate	US IG	Global IG	US IG	MSCI EM	US HY
US HY	Commodities	MSCI Europe	Euro IG	Euro IG	Global IG	US Treasury	US IG	Inflation Link.	US HY	Nasdaq	EM Sovereign	US HY	US Aggregate	Euro IG	Euro IG	Real Estate	US IG
Global HY	US IG	US Aggregate	Global HY	Gov. EM	US IG	MSCI China	S&P 500	Global IG	MSCI Europe	Global HY	Global HY	Global HY	US Treasury	EM Sovereign	Gov. EM	Euro IG	US Aggregate
Commodities	Global IG	US Treasury	S&P 500	Global IG	US Aggregate	MSCI Europe	Global HY	Euro IG	US IG	Inflation Link.	Global IG	MSCI Japan	EM Sovereign	Gov. Euro	Gov. Euro	US IG	US Treasury
S&P 500	Inflation Link.	Global IG	Nasdaq	Gov. Euro	US Treasury	Inflation Link.	Global IG	Gov. EM	US Aggregate	EM Sovereign	US Aggregate	EM Sovereign	Euro IG	Gov. EM	MSCI EM	Gov. Euro	S&P 500
Nasdaq	MSCI Japan	Inflation Link.	Real Estate	US IG	Inflation Link.	Global IG	US HY	Gov. Euro	US Treasury	S&P 500	MSCI Europe	Inflation Link.	Gov. EM	Global IG	S&P 500	Gov. EM	Euro IG
MSCI Japan	Euro IG	MSCI China	MSCI Europe	Inflation Link.	Real Estate	US HY	Inflation Link.	US Aggregate	Commodities	Commodities	US Treasury	Gov. Euro	Gov. Euro	MSCI EM	US Aggregate	US Aggregate	Nasdaq
MSCI Europe	US Aggregate	Euro IG	Commodities	Gold	MSCI EM	Global HY	MSCI China	US Treasury	MSCI Europe	MSCI Europe	Gov. EM	Gov. EM	Gov. EM	Real Estate	US Treasury	Global IG	Gov. Euro
Real Estate	Gov. Euro	Gov. Euro	MSCI China	US Aggregate	EM Sovereign	Gold	Gold	MSCI Europe	Euro IG	MSCI EM	Gov. Euro	Commodities	Gold	Inflation Link.	Real Estate	US Treasury	Gov. EM
MSCI China	Gov. EM	Gov. EM	MSCI EM	US Treasury	Commodities	MSCI EM	MSCI EM	MSCI China	Gov. EM	MSCI Japan	MSCI Japan	MSCI Europe	MSCI EM	MSCI China	Commodities	Commodities	MSCI Japan
MSCI EM	US Treasur	MSCI Japan	MSCI Japan	Commodities	Gold	Commodities	Commodities	MSCI Japan	Real Estate	MSCI China	Commodities	Real Estate	MSCI China	Nasdaq	MSCI China	Inflation Link.	Real Estate

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia

Rentabilidad Positiva

Rentabilidad Negativa

- El Oro destaca como el activo que ha **registrado un mejor comportamiento, al tiempo que el índice de Materias Primas logra su mayor avance desde 2022**, impulsado por el aumento significativo de las tensiones entre Irán e Israel.
- Los **mercados emergentes, liderados por China, han mostrado las mayores revalorizaciones**, favorecidas por los avances tecnológicos del gigante asiático — como el desarrollo de DeepSeek — y por la debilidad del dólar estadounidense.
- **“Carry is King”**. Las estrategias con mayor exposición a riesgo de crédito (High Yield) y menor duración han liderado los rendimientos dentro de la renta fija, beneficiándose del entorno actual de tipos de interés.
- ✗ Por el lado negativo, **la renta variable estadounidense ha quedado rezagada frente a otras regiones**, afectada por la creciente incertidumbre política y económica. El índice norteamericano llegó a situarse en una corrección superior a 20% en abril, después de iniciar su recuperación.

A la espera de los impactos de la mayor incertidumbre y menor pragmatismo de Trump



La primera mitad de 2025 ha estado marcada por la incertidumbre asociada a la administración Trump. Los anuncios, amenazas, recalibraciones y suspensiones temporales han sido una constante y dificultan una lectura de la situación macroeconómica a nivel global. El dato del PIB del primer trimestre fue un ejemplo claro de ello. Mientras que en Estados Unidos, el PIB se contrajo en un contexto de elevadas importaciones para evitar los aranceles del Liberation Day, este mismo factor favoreció expansiones en los datos de la zona euro o algunos países asiáticos, impulsados por las exportaciones. Nuevamente, la elevada incertidumbre nos obliga a pensar y gestionar según [escenarios](#).

Trump se ha mostrado menos pragmático de lo anticipado, pero no inflexible, en sus promesas electorales. El impacto de sus políticas en el mercado de deuda y, por tanto, en el coste de financiación, más que su popularidad o la evolución de las bolsas, han sido claves para provocar modulaciones y retrocesos en algunas de ellas, especialmente en materia arancelaria. En cualquier caso, [los aranceles se sitúan, hoy por hoy, en máximos de casi un siglo](#), la legislación fiscal propuesta supondría un fuerte aumento de la deuda pública y la política migratoria está siendo controvertida. El dólar, que se ha depreciado de forma notable en sus principales cruces, ha reflejado este deterioro del entorno institucional en Estados Unidos. A pesar de todo, el impacto de estas políticas no es aún aparente ni en actividad económica ni en precios y podría materializarse durante la segunda mitad del año. Con ello, nuestro [escenario central](#) no contempla una recesión (principalmente por los sólidos fundamentos económicos), aunque sí estimamos una [desaceleración de la actividad](#).


A nivel internacional, [Europa ha acelerado la búsqueda de la autonomía estratégica](#), con medidas destinadas a impulsar el gasto en defensa y en infraestructuras. Alemania, por su parte, tras la elección del nuevo canciller Merz, dio un giro radical a sus políticas fiscales, en los últimos años muy basadas en la austeridad, para aumentar el gasto en defensa y en infraestructura. En la segunda mitad del año, un paso adicional en el proceso de autonomía estratégica deberían ser los avances en la canalización del ahorro doméstico hacia proyectos de inversión europeos, mediante avances en la Unión de Ahorro e Inversión (*Savings and Investment Union*).

Geopolíticamente, [el orden global se confirma más basado en fuerza y poder que en reglas y confianza](#). Así, por ejemplo, en estos primeros meses del año India y Pakistán registraron enfrentamientos armados en la frontera de Kashmir, mientras que el conflicto entre Rusia y Ucrania no ha mostrado visos de encaminarse a un alto-el-fuego. En Oriente Medio, Israel e Irán alcanzaron una tregua tras dos semanas de ataques mutuos en los que también participó Estados Unidos. Todos estos conflictos pueden sufrir aumentos de tensión en la segunda parte del año, con impactos en los mercados y activos financieros.

En España, [la moderación del crecimiento económico tiene lugar en un contexto de incertidumbre global](#) y desaceleración generalizada. En positivo, es importante tener en cuenta que es uno de los países europeos con menor exposición comercial y financiera directa Estados Unidos. Por otro lado, la inestabilidad política doméstica y el foco puesto por Estados Unidos en el gasto en defensa pueden ser factores de lastre.

En este informe, analizamos el entorno económico, financiero y geopolítico y sus consecuencias para los distintos activos financieros.

Pragmatismo de Trump	<p>Trump ha mostrado un menor pragmatismo que el anticipado y ha señalado una menor preocupación por el aumento de la inflación, el deterioro de la actividad económica, las caídas de los mercados de renta variable y por su popularidad.</p> <p>Este mayor umbral de dolor solo ha sido cruzado por la depreciación del dólar y los aumentos en la rentabilidad de la deuda soberana que tuvieron lugar en la primera mitad de abril, tras el <i>Liberation Day</i>, que ha forzado cierto cambio de tono y de discurso en política comercial.</p>
Deterioro institucional	<p>La administración Trump ha mostrado cierta voluntad de forzar una dominancia del poder ejecutivo en el sistema político de Estados Unidos:</p> <ul style="list-style-type: none">• Desobedeciendo mandatos judiciales p.ej. en extradiciones.• Expandiendo sus poderes en política comercial frente al Congreso mediante el (sobre)uso del criterio de emergencia.• Presionando a instituciones independientes como la Fed
Respuestas de China	<p>El gobierno responderá con medidas de estímulo fiscal y monetario ante posibles caídas de la actividad como consecuencia de la elevada incertidumbre y de la escalada arancelaria. Las autoridades buscarán alcanzar nuevos acuerdos comerciales con terceros países para sus exportaciones.</p>
Impulso fiscal y reformas estructurales en la UE	<p>La agresividad de la política de Estados Unidos lo descarta como aliado confiable para la UE y le lleva a impulsar su independencia estratégica.</p> <p>En materia fiscal, la Comisión Europea apoya el gasto en defensa mediante la flexibilización de las reglas fiscales. El nuevo ejecutivo alemán ha indicado su voluntad de utilizar el amplio espacio fiscal de que dispone el país para impulsar el gasto en defensa y en infraestructuras.</p> <p>En lo referente a las reformas estructurales, los informes Draghi y Letta marcan una hoja de ruta (que la Comisión ha hecho suya) para que la UE recupere la competitividad. La mayor estabilidad política en Francia y Alemania constituyen un factor de apoyo. Algunas áreas, como la Unión de Ahorro e Inversión (<i>Savings and Investment Union</i>), pueden encontrar reticencias de algunos estados que lastren su desarrollo.</p>
Recortes de tipos	<p>En un contexto de moderación de la actividad y de la inflación convergiendo a su objetivo, el BCE podría bajar el tipo de referencia temporalmente por debajo del tipo de neutralidad (que se estima alrededor del 2,00%). Estos recortes del tipo rector generaran efectos de estímulo sobre el consumo y la inversión y pueden tener un efecto adicional a través de mejoras en la confianza de los agentes económicos. La Fed no podrá reducir al mismo ritmo en un contexto de inflaciones más elevadas.</p>



	Esc. Base: Incertidumbre (Probabilidad: 60%)	Esc. Pesimista: Liberation Day (Probabilidad: 30%)	Esc. Optimista: Art of the Deal (Probabilidad: 10%)
Política comercial de Estados Unidos	Arancel universal del 10%, del 40%-60% a China y sustanciales exenciones sectoriales y algunos acuerdos por países. Tasa promedio efectiva ~15%	Arancel universal del 10% y recíprocos en los niveles del <i>Liberation Day</i> y posteriores, con pocas excepciones Tasa promedio efectiva ~25%	Arancel universal del 10%, con exenciones sectoriales y nuevos acuerdos comerciales. Tasa promedio efectiva <10%
Condiciones económicas	Desaceleración, más marcada en Estados Unidos que en la zona euro	Recesión técnica en Estados Unidos y contagio del deterioro a otras economías	Impulso fiscal en China y la zona euro. Aumento de la productividad.
Inflación	Inflación convergiendo al objetivo en la zona euro, temporalmente más elevada en Estados Unidos por el impacto de los aranceles	Inflación más elevada a corto plazo en Estados Unidos por aranceles y control migratorio	Inflaciones más moderadas por menores aranceles e impulso de la productividad
Bancos centrales	Recortes de tipos de interés, por debajo de la neutralidad en el caso del BCE	Fuertes recortes de los tipos de interés. En Estados Unidos, solo tras el inicio de la moderación de la inflación	Recortes moderados de los tipos de referencia
Condiciones financieras	Episodios de volatilidad provocados por la incertidumbre económica y (geo)política	Adversas. Mal comportamiento de los activos de riesgo	Favorables. Moderación de las primas de riesgo
Fiscalidad	Creciente foco en la fiscalidad	Nuevos aumentos del déficit de Estados Unidos pueden provocar dudas sobre su sostenibilidad	Evolución favorable de las métricas fiscales
Geopolítica	Incertidumbre elevada, aunque menor que en abril de 2025	Conflictos intensos más allá de lo comercial (tecnología, materiales, ...). Aceleración de la fragmentación y desglobalización.	Fin de los conflictos en Ucrania y Oriente Medio. Avances en construcción europea con la implementación del informe Draghi.

	Esc. Base: Incertidumbre (Probabilidad: 60%)	Esc. Pesimista: Liberation Day (Probabilidad: 30%)	Esc. Optimista: Art of the Deal (Probabilidad: 10%)
Sentimiento inversor	Razonable, dada la incertidumbre, que provocará oscilaciones.	Muy negativo. Elevada aversión al riesgo y aumento de las primas a plazo y de riesgo.	Positivo. Entorno de <i>risk-on</i> .
Renta fija soberana	Rentabilidades presionadas al alza por políticas fiscales expansivas. Aumento de la pendiente de las curvas	Marcada diferenciación en función de los fundamentos fiscales y buen comportamiento de los activos de refugio.	Rentabilidades estables o reduciéndose en un contexto de favorable crecimiento económico
Renta fija corporativa	Apoyo para los diferenciales de crédito de la solvencia financiera empresarial	Ampliación de los diferenciales de crédito y deterioro de la calidad crediticia	Compresión de los diferenciales de crédito
Renta Variable	Diferenciación favorable de Europa frente a Estados Unidos dado el diferencial macroeconómico y fiscal	Fuertes correcciones especialmente en los sectores más expuestos a los flujos transfronterizos y objeto de tensiones	Evolución positiva de la renta variable, en especial de sector procíclico y de mayor riesgo. Aceleración de los EPS
Divisas	Depreciación del dólar estadounidense por el deterioro macroeconómico, fiscal e institucional	Depreciación del dólar estadounidense. A pesar de las intervenciones, apreciaciones del yen japonés y otras divisas seguras	Estabilidad en los principales cruces. Buen comportamiento del euro y divisas emergentes
Materias primas	Presión a la baja sobre el petróleo por actividad y al alza sobre el oro por menor confianza sobre el dólar	Caída del crudo y otras materias primas cíclicas. Aumento del precio del oro	Desplazamiento al alza del precio del petróleo y otras materias primas. Relajación en el dinamismo del precio del oro

El entorno actual obliga a pensar en Escenarios

Pesimista

30%

Liberation Day

- ▶ Inflación (aranceles)
- ▶ Recesión económica
- ▶ Desglobalización y fragmentación
- ▶ Tensionamiento condiciones financieras

Corrección
y *risk-off*

Base

60%

Incertidumbre

- ▶ Moderación inflación (menor en EEUU)
- ▶ Desaceleración económica
- ▶ Recortes graduales BCs
- ▶ Incertidumbre

Gradual recuperación
con volatilidad

Optimista

10%

Art of the Deal

- ▶ Impulso económico sincronizado
- ▶ Tipos algo restrictivos
- ▶ Fin de conflictos armados
- ▶ Construcción europea

Risk-on en activos de
riesgo

Presión en la deuda soberana	El fuerte aumento de la deuda pública en los países desarrollados, pero también en algunos emergentes, supone un lastre sobre el crecimiento económico a medio-largo plazo. A corto plazo, el impacto es a través de downgrades de los ratings de economías centrales (Francia, Estados Unidos, entre otras) y un aumento de los tipos de interés sobre la deuda pública, forzando ajustes fiscales abruptos con consecuencias adversas sobre la confianza y la actividad económica.
Crisis en China	Las tensiones comerciales con Estados Unidos se suman a una demanda interna anémica , una deuda elevada y la gestión de los activos inmobiliarios deteriorados, forzando al gobierno a adoptar un paquete de impulso, que en caso de no ser suficiente, puede acabar impactando adversamente sobre la actividad y sobre el ciclo económico global.
Eventos climáticos	La creciente frecuencia e impacto de los eventos climáticos extremos genera un aumento de los costes públicos y privados asociados. Los fuertes aumentos en las primas de seguro en algunos activos y zonas geográficas provocan cambios en su valoración (p.ej. caídas de precios inmobiliarios, deuda corporativa y deuda pública sub-nacional). La intervención pública es costosa, pero insuficiente.
Ciberataques	Los ciberataques ganan en número, nivel de sofisticación y relevancia de las víctimas. Los consumidores reducen su confianza en las comunicaciones recibidas de las empresas y las empresas deben destinar una parte creciente de sus ingresos a la lucha contra los ciberataques y en alcanzar a clientes actuales y potenciales.
Conflictos armados	Los conflictos bélicos pueden provocar fuertes aumentos de los precios de las materias primas , especialmente las energéticas. Las tensiones en Oriente Medio, especialmente en Israel e Irán son las que tienen un mayor potencial en este sentido especialmente en caso de una escalada de tensiones que pueda afectar el tráfico marítimo en el estrecho de Ormuz.

Crisis de dólar	El giro proteccionista y supremacista de Estados Unidos provoca una pérdida de confianza en el país y en sus activos y mercados financieros. Los inversores institucionales y de gestores de reservas internacionales buscan un <i>derisking</i> de los riesgos geoeconómicos e inician una rotación de las carteras , reduciendo su exposición al dólar estadounidense, provocando una fuerte depreciación del mismo y un consiguiente tensionamiento de las condiciones financieras internacionales.
Valoraciones de las tecnológicas	La fragmentación tecnológica global dadas las tensiones entre Estados Unidos y China provocan ajustes en las valoraciones las grandes compañías tecnológicas, especialmente las estadounidenses. Dada la importancia de estas empresas en los índices, el ajuste tiene consecuencias para el conjunto del mercado con correcciones marcadas en los activos de riesgo.
Intermediación financiera no bancaria	Los mercados financieros han experimentado un aumento de los participantes y de productos no tradicionales, incluyendo instrumentos no cotizados en mercados centralizados (p.ej. <i>private debt</i> y <i>private equity</i>) y participantes no bancarios y/o sujetos a una menor regulación que los participantes tradicionales. Estos mercados y participantes pueden verse forzados a liquidaciones desordenadas en caso de un tensionamiento abrupto de las condiciones financieras.
Condiciones financieras	Los países emergentes siguen expuestos a la evolución de los mercados financieros para la financiación tanto de sus soberanos, como de sus empresas por lo que un tensionamiento de las condiciones de financiación, especialmente en el mercado en dólares, puede tener consecuencias especialmente adversas para los países más endeudados/vulnerables.
Espacio cripto	Disrupciones tecnológicas, nuevas regulaciones o episodios de ciberataques pueden generar una pérdida de confianza en el espacio de cryptoactivos y una fuerte caída de sus cotizaciones con un impacto más generalizado sobre otras infraestructuras del sistema financiero.

Asset Allocation

El Asset Allocation refleja nuestra actualización trimestral de nuestro posicionamiento para los próximos 12 meses en las distintas tipologías de clases y activos financieros

RENTA VARIABLE



SOBREPONDERAR

ZONA GEOGRÁFICA

EE.UU.

EUROPA

EMERGENTES

ESPAÑA

ESTILOS

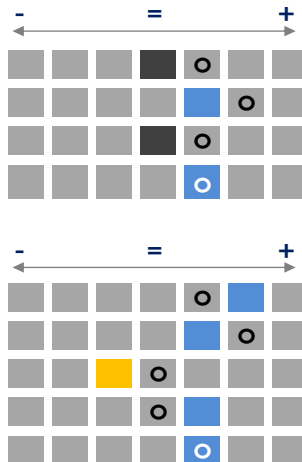
GROWTH

VALUE

CÍCLICO

DEFENSIVO

SMALL CAPS



CRÉDITO

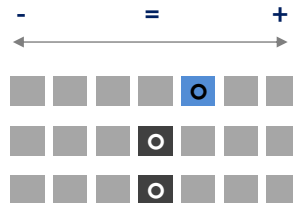


SOBREPONDERAR

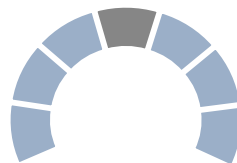
INV. GRADE

HIGH YIELD

RF EMERGENTE

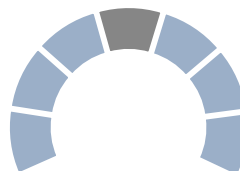


DEUDA PÚBLICA



NEUTRAL

OTROS



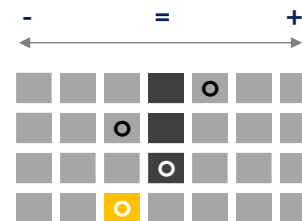
NEUTRAL

EE.UU.

EUROPA

ESPAÑA

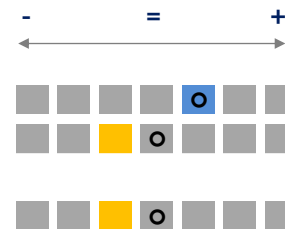
DURACIÓN



ALTERNATIVOS

MONETARIO

USD



Infraponderar

Neutral

Sobreponderar

O Visión Previa

Resumen de pronósticos para 2025

		Geografía	Periodo	Actual (Jul 25)	Cierre 2025
Economía	Crecimiento PIB (Anualizado)	Estados Unidos	1T 25	2.1%	1.8%
		Eurozona	1T 25	1.5%	0.8%
		España	1T 25	2.8%	2.5%
	Inflación (Anualizado)	Estados Unidos	May 25	2.4%	3.0%
		Eurozona	May 25	1.9%	2.1%
		España	May 25	2.0%	2.2%
Bancos Centrales	Tipo Fed Funds	Estados Unidos	Jul 25	4.25% - 4.50%	3.75%-4.00%
	Tipo Depósito BCE	Eurozona	Jul 25	2.00%	1.75% - 2.00%
Renta Fija	Rentabilidad de la deuda a 10 años	Estados Unidos	Jul 25	4.30%	4.25% - 4.50%
		Alemania	Jul 25	2.55%	2.50% - 2.75%
		España	Jul 25	3.20%	3.25% - 3.50%
	Spread de crédito IG	Eurozona	Jul 25	60	50 -75
Renta Variable	S&P500	Estados Unidos	Jul 25	6.200	Neutral
	Eurostoxx50	Eurozona	Jul 25	5.300	Sobreponderar
	IBEX35	España	Jul 25	13.900	Sobreponderar
	MSCI EM	Emergentes	Jul 25	1.190	Neutral
Divisas	EUR/USD		Jul 25	1.17	1.10-1.20

Estimaciones económicas
(PIB, Inflación) basadas en
FMI (WEO, Abril 2025), BCE
y Comisión Europea

Los inversores se refugian en el Oro y China lidera el avance de los Mercados Emergentes

Comportamiento de los activos financieros en el 1er Semestre de 2025

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
US Treasury	MSCI EM	Gold	Inflation Link.	Real Estate	MSCI Japan	Real Estate	MSCI Japan	US HY	MSCI China	Gov. EM	Nasdaq	Nasdaq	Real Estate	Commodities	Nasdaq	Nasdaq	Gold
Gov. EM	Global HY	Real Estate	Gold	Global HY	Nasdaq	Nasdaq	Real Estate	Global HY	MSCI EM	Gov. Euro	S&P 500	MSCI China	Commodities	Gold	MSCI Japan	Gold	MSCI China
Gov. Euro	MSCI China	Nasdaq	US Treasury	MSCI Japan	S&P 500	Gov. EM	Nasdaq	Commodities	Nasdaq	US Treasury	MSCI Europe	Gold	S&P 500	MSCI Japan	S&P 500	S&P 500	MSCI EM
Euro IG	US HY	Commodities	EM Sovereign	MSCI China	MSCI Europe	Gov. Euro	MSCI Europe	S&P 500	S&P 500	Euro IG	Real Estate	S&P 500	MSCI Europe	US HY	Global HY	MSCI Japan	Commodities
Gold	Nasdaq	MSCI EM	US IG	EM Sovereign	US HY	S&P 500	Gov. EM	EM Sovereign	MSCI Japan	US Aggregate	MSCI China	MSCI EM	Nasdaq	MSCI Europe	US HY	MSCI China	Inflation Link.
US Aggregate	EM Sovereign	US HY	US Aggregate	Nasdaq	Global HY	Euro IG	Gov. Euro	MSCI EM	Gold	Gold	Inflation Link.	Inflation Link.	MSCI Japan	US Treasury	Gold	Global HY	Global IG
US IG	Real Estate	Global HY	US HY	US HY	Gov. EM	MSCI Japan	EM Sovereign	Gold	Global HY	US HY	MSCI Japan	Global IG	US HY	Global HY	MSCI Europe	US HY	MSCI Europe
Global IG	MSCI Europe	S&P 500	Global IG	MSCI EM	Euro IG	US IG	Euro IG	Nasdaq	EM Sovereign	US IG	MSCI EM	US IG	Inflation Link.	US Aggregate	EM Sovereign	EM Sovereign	Global HY
Inflation Link.	Gold	EM Sovereign	Gov. Euro	S&P 500	Gov. Euro	EM Sovereign	US Treasury	US IG	Global IG	Global IG	US IG	US Treasury	Global HY	US IG	Global IG	MSCI Europe	EM Sovereign
EM Sovereign	S&P 500	US IG	Gov. EM	MSCI Europe	MSCI China	US Aggregate	US Aggregate	Real Estate	Inflation Link.	Real Estate	US HY	US Aggregate	US IG	Global IG	US IG	MSCI EM	US HY
US HY	Commodities	MSCI Europe	Euro IG	Euro IG	Global IG	US Treasury	US IG	Inflation Link.	US HY	Nasdaq	EM Sovereign	US HY	US Aggregate	Euro IG	Euro IG	Real Estate	US IG
Global HY	US IG	US Aggregate	Global HY	Gov. EM	US IG	MSCI China	S&P 500	Global IG	MSCI Europe	Global HY	Global HY	Global HY	US Treasury	EM Sovereign	Gov. EM	Euro IG	US Aggregate
Commodities	Global IG	US Treasury	S&P 500	Global IG	US Aggregate	MSCI Europe	Global HY	Euro IG	US IG	Inflation Link.	Global IG	MSCI Japan	EM Sovereign	Gov. Euro	Gov. Euro	US IG	US Treasury
S&P 500	Inflation Link.	Global IG	Nasdaq	Gov. Euro	US Treasury	Inflation Link.	Global IG	Gov. EM	US Aggregate	EM Sovereign	US Aggregate	EM Sovereign	Euro IG	Gov. EM	MSCI EM	Gov. Euro	S&P 500
Nasdaq	MSCI Japan	Inflation Link.	Real Estate	US IG	Inflation Link.	Global IG	US HY	Gov. Euro	US Treasury	S&P 500	MSCI Europe	Inflation Link.	Global IG	S&P 500	Inflation Link.	Gov. EM	Euro IG
MSCI Japan	Euro IG	MSCI China	MSCI Europe	Inflation Link.	Real Estate	US HY	Inflation Link.	US Aggregate	Commodities	Commodities	US Treasury	Gov. Euro	Gov. Euro	MSCI EM	US Aggregate	US Aggregate	Nasdaq
MSCI Europe	US Aggregate	Euro IG	Commodities	Gold	MSCI EM	Global HY	MSCI China	US Treasury	MSCI Europe	MSCI Europe	Gov. EM	Gov. EM	Gov. EM	Real Estate	US Treasury	Global IG	Gov. Euro
Real Estate	Gov. Euro	Gov. Euro	MSCI China	US Aggregate	EM Sovereign	Gold	Gold	MSCI Europe	Euro IG	MSCI EM	Gov. Euro	Commodities	Gold	Inflation Link.	Real Estate	US Treasury	Gov. EM
MSCI China	Gov. EM	Gov. EM	MSCI EM	US Treasury	Commodities	MSCI EM	MSCI EM	MSCI China	Gov. EM	MSCI Japan	MSCI Japan	MSCI Europe	MSCI EM	MSCI China	Commodities	Commodities	MSCI Japan
MSCI EM	US Treasur	MSCI Japan	MSCI Japan	Commodities	Gold	Commodities	Commodities	MSCI Japan	Real Estate	MSCI China	Commodities	Real Estate	MSCI China	Nasdaq	MSCI China	Inflation Link.	Real Estate

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia

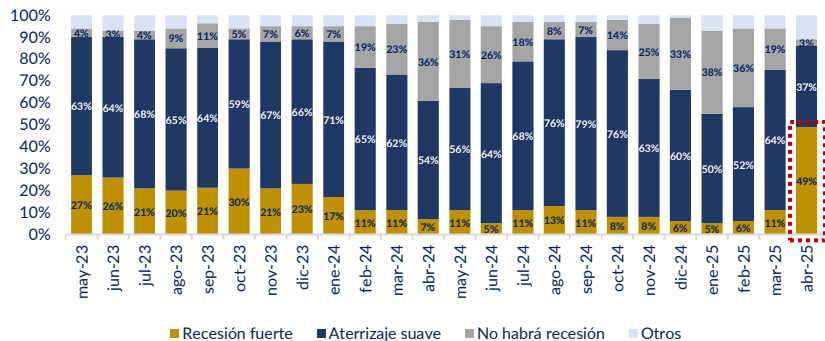
Rentabilidad Positiva

Rentabilidad Negativa

- El oro destaca como el activo que ha **registrado un mejor comportamiento, al tiempo que el índice de materias primas logra su mayor avance desde 2022**, impulsado por el aumento significativo de las tensiones entre Irán e Israel.
- Los **mercados emergentes, liderados por China, han mostrado las mayores revalorizaciones**, favorecidas por los avances tecnológicos del gigante asiático — como el desarrollo de DeepSeek — y por la debilidad del dólar estadounidense.
- **"Carry is King"**. Las estrategias con mayor exposición a riesgo de crédito (high yield) y menor duración han liderado los rendimientos dentro de la renta fija, beneficiándose del entorno actual de tipos de interés.
- ✗ Por el lado negativo, **la renta variable estadounidense ha quedado rezagada frente a otras regiones**, afectada por la creciente incertidumbre política y económica. El índice norteamericano llegó a situarse en una corrección superior a 20% en abril, para después de iniciar su recuperación.

Los mercados financieros en el 1er semestre de 2025

El aumento de las tensiones geopolíticas y la incertidumbre comercial derivó en un aumento significativo del riesgo de recesión, que alcanzó máximos de los últimos años...

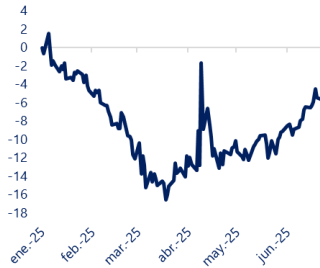


Éxodo desde EE.UU.: la pérdida de confianza en la economía penalizó el dólar y al resto de los activos norteamericanos, que registraron un peor comportamiento relativo...

Dólar (DXY)

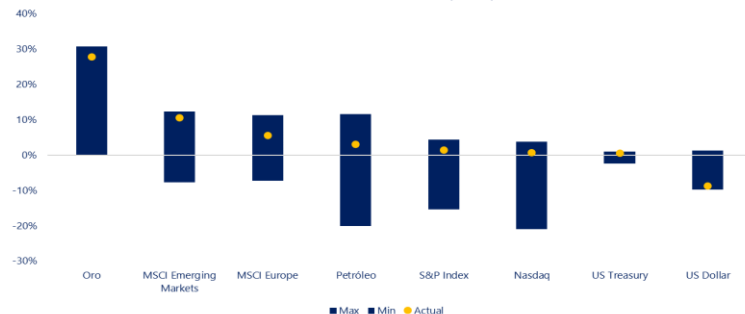


Relativo S&P vs Euro Stoxx



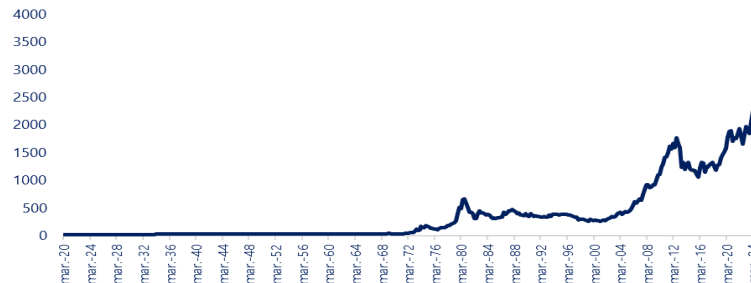
...Dicho escenario se tradujo en un aumento de la volatilidad de los activos, registrando variaciones intra semestrales superiores al 30%

Variaciones intra semestrales de los principales activos



El oro brilla y se consolida como activo refugio, ofreciendo diversificación ante un entorno de incertidumbre económica y geopolítica.

El Oro alcanza nuevos máximos históricos



Temas de Inversión

Elevada incertidumbre con consecuencias reales sobre la actividad

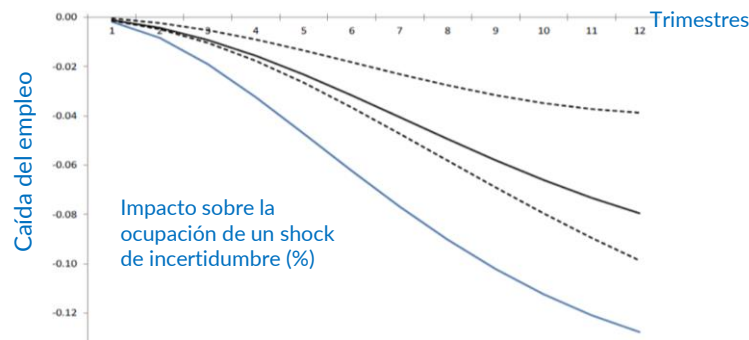
Con los máximos de incertidumbre por detrás, la incertidumbre se moderará en niveles elevados

La investigación académica confirma que **la incertidumbre asociada a las políticas económicas tiene importantes consecuencias sobre la actividad económica y la ocupación**. Los canales de impacto directo incluyen la caída del consumo (y aumento del ahorro) por parte de los hogares y la reducción de proyectos de inversión y de contratación por parte de las empresas. Entre los canales indirectos estarían una mayor restricción en el acceso a la financiación y una menor productividad a largo plazo por la caída de la investigación y desarrollo.

Durante la primera mitad de 2025, **la incertidumbre ha alcanzado niveles muy elevados, coincidiendo, en general, con los anuncios de política comercial en Estados Unidos**, que ha estado sujeta a anuncios, pausas, recalibraciones, negociaciones, acuerdos y sentencias judiciales. En total, ha habido más de 60 anuncios asociados con aranceles, la mayoría de ellos desde el 2 abril, el conocido como Liberation Day por el presidente Trump.

Los objetivos contradictorios de los aranceles (recaudación o protección de la industria), la incapacidad de negociar en tantos frentes a la vez por parte de Estados Unidos, su uso excesivo ante cualquier negociación bilateral, las tensiones con el propio Congreso y la judicialización de los aranceles hacen suponer que **la incertidumbre se mantendrá elevada, aunque no en los niveles extremos de la primera mitad de 2025**.

La incertidumbre supone un lastre para la ocupación



La incertidumbre ha alcanzado máximos históricos



Fuentes: Bloom y otros (2011) y PolicyUncertainty.

Un entorno geopolítico más multipolar y basado en relaciones de poder en vez de reglas

Del *soft power* al poder transaccional

La administración Trump ha sido explícita en su voluntad de concretar y monetizar su poder global. Algunas de las iniciativas contenidas en sus hojas de ruta incluyen, entre otras:

- i. **Defensa:** Cobrar de forma explícita por los servicios de defensa que Estados Unidos provee. El acuerdo de tierras raras con Ucrania es un ejemplo de sólo participar en conflictos en los que tiene un interés.
- ii. **Finanzas:** Cobrar por los servicios de liquidez que proveen los mercados financieros en dólares estadounidenses.
- iii. **Política comercial:** Extraer concesiones de los socios comerciales en términos de acceso de mercado para las empresas estadounidenses, tal como se describe en el acuerdo comercial con Reino Unido.

Estados Unidos seguirá utilizando su posición de privilegio en términos geoeconómicos con un punto de vista transaccional de las relaciones internacionales, centrando su atención en aquellos conflictos y zonas en las que tenga un interés directo o pueda obtener alguna concesión.

Los aranceles seguirán siendo una herramienta de amenaza frecuente y una fuente de negociación bilateral con Estados Unidos por parte de los países que buscarán negociar exenciones totales o parciales sobre los mismos.

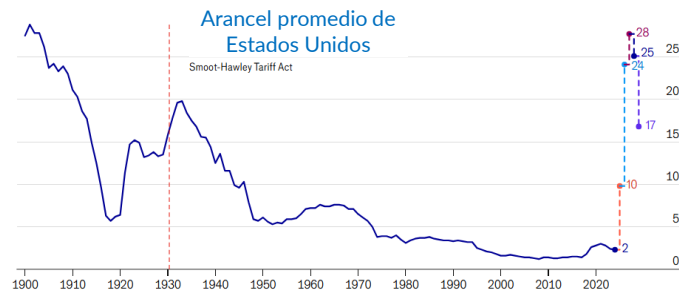
Estados Unidos adopta papeles distintos en cada conflicto



Papel de Estados Unidos:

- **Ucrania-Rusia:** mediador
- **Israel-Irán:** apoyo/participación
- **Taiwán:** sin involucración

A pesar de los ajustes, los aranceles se mantienen elevados



Fuente: Elaboración propia y EIU.

Expansión fiscal ante las tensiones sociales y la polarización

Mayores demandas de gasto público + Menor voluntad de ajustar los déficit = Más deuda pública

Las finanzas públicas se encuentran bajo presión de diversos frentes.

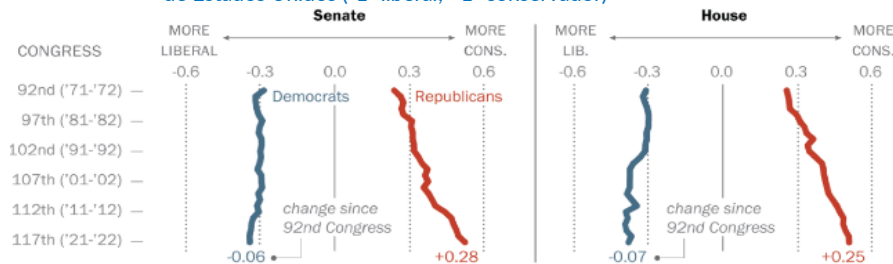
La **creciente presión sobre los recursos públicos** procedente de factores tradicionales como el envejecimiento poblacional (gasto en pensiones y gasto sanitario) se verá aumentada por la irrupción de nuevas demandas sobre los recursos públicos: (i) las dislocaciones en el mercado laboral fruto de la generalización del uso de la inteligencia artificial; (ii) la mayor severidad y frecuencia de eventos climáticos adversos; (iii) el aumento del gasto en defensa y en infraestructuras; y (iv) la presión social en bienes de primera necesidad como la vivienda.

Desde el punto de vista político, **la creciente polarización política y el ascenso de partidos populistas en ambos lados del espectro político dificulta los grandes consensos en materia fiscal**, incluyendo el diseño de planes de consolidación fiscal a medio plazo.

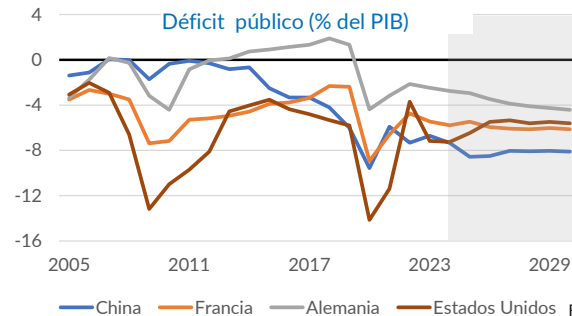
En un contexto en el que los bancos centrales seguirán reduciendo sus tenencias de deuda pública y en el que la base compradora es más sensible al precio, **la capacidad de financiar unos déficit públicos más elevados será un factor de diferenciación por países**. Esta capacidad dependerá de la capacidad de los estados de **atraer flujos de inversión, especialmente los procedentes de su mercado doméstico** en un contexto de desglobalización financiera y crecientes temores sobre medidas de represión financiera.

Fuerte incremento de la polarización política

Posicionamiento ideológico en las dos cámaras del Congreso de Estados Unidos (-1=liberal; +1=conservador)



Sin previsiones de ajuste de los déficits públicos



Cuestionamiento de la centralidad del dólar en el sistema financiero internacional

La errática y auto-centrada política de Estados Unidos supone un lastre para la divisa, a pesar de la ausencia de alternativas

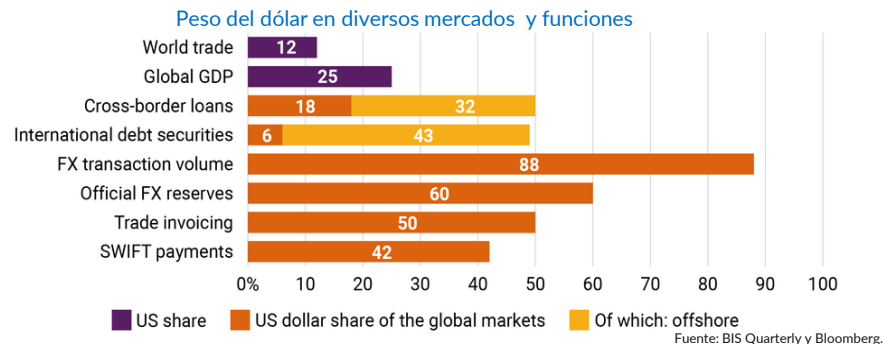


El dólar es la divisa central del sistema financiero internacional. Así, por ejemplo, en los mercados de divisas, es la contrapartida en cerca del 90% de las transacciones y representa el 60% de las reservas internacionales de los países. A pesar del ascenso de otras divisas como el euro o el yuan, éstas no han logrado cuestionar esta supremacía, ya sea por falta de un activo único y de profundidad de los mercados (en el caso del euro) o la falta de convertibilidad y controles de capitales (en el caso del yuan).

La administración Trump, al igual que otros gobiernos estadounidenses anteriores, ha mostrado su **disposición de utilizar el predominio del dólar en el sistema internacional de pagos para imponer sanciones y presionar a terceros países**. Sin embargo, tal como sucede en otras áreas, **Trump tiene objetivos contradictorios** al buscar mantener la supremacía del dólar (ha amenazado a países con aranceles en caso de promover alternativas), pero defendiendo, a la vez, la visión que la centralidad del dólar supone un lastre para la competitividad de la economía estadounidense.

La menor voluntad de Estados Unidos de proveer bienes públicos globales (liquidez, defensa, ...), la voluntad de terceros países de evitar dependencias con Estados Unidos dada la impredecibilidad de la administración Trump y una evolución económica y financiera más asemejada a otros países llevarán a los inversores a reducir estructuralmente su exposición al dólar, generando un lastre sostenido sobre la divisa estadounidense.

El dólar es central especialmente en materia financiera



Puntualmente, el dólar no ha actuado como activo refugio



Los bancos centrales enfrentan situaciones y perspectivas muy distintas

El BCE ya se encuentra cerca de la neutralidad monetaria, mientras que la Fed espera el impacto de los aranceles



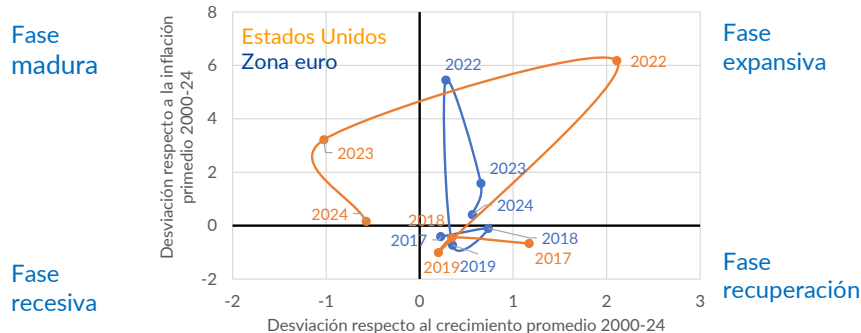
Los aranceles suponen un **shock asimétrico**. Para los países que los imponen, en este episodio sobre todo Estados Unidos, suponen un shock adverso de oferta que hace aumentar los precios y tiene efectos contractivos sobre la actividad. Para los países que los sufren, suponen un shock negativo de demanda al reducir la demanda de exportaciones, con impactos negativos en términos de precios y actividad para el resto de la economía.

La Fed ha actuado con **cautela** ante la imposición de los aranceles valorando los efectos de precios como temporales y centrando su foco en los posibles impactos sobre la actividad. Con ello, la Fed no ha podido acometer ningún recorte de tipos en la primera mitad de 2025, aunque la relativa resiliencia exhibida por la economía estadounidense **puede favorecer los recortes en el segundo semestre**.

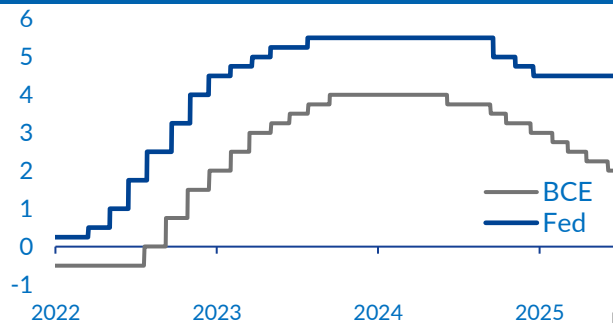
En el caso del BCE, la convergencia de la inflación a su tasa objetivo y una actividad que, a pesar de cierta recuperación cíclica, se mantiene en niveles moderados de dinamismo, han permitido a la máxima autoridad monetaria recortar el tipo rector con de forma notable en la primera parte del año.

Con los tipos cerca de la **neutralidad monetaria**, el BCE no tendrá la **necesidad de seguir recortando los tipos de referencia** a la espera de la confirmación de posibles impactos sobre la actividad de la escalada comercial y la elevada incertidumbre.

Estados Unidos y la zona euro, en fases cíclicas muy diferentes



Tipos de interés Fed y BCE



Fuente: Bloomberg.

La UE busca reforzar su independencia estratégica, con foco en defensa y financiación

Un reposicionamiento necesario en un mundo menos ordenado y menos basado en reglas

El informe Draghi propone un hoja de ruta para impulsar la competitividad en Europa y que la Comisión Europea ha hecho suyo, instrumentalizándolo en la **Brújula para la Competitividad** (*Competitiveness Compass*).

Necesidades

Impulsar la innovación

Descarbonizar la economía

Reducir dependencias

Medidas

Reducción de la burocracia

Eliminar obstáculos en el mercado interior

Permitir una financiación más eficiente

Promoción de competencias y empleos de calidad

Mejorar la coordinación

A nivel estratégico, la UE seguirá impulsando medidas de aumento del gasto en defensa e infraestructuras con la vista puesta a dinamizar estos sectores en la zona euro. Los países anunciarán aumentos del gasto en defensa para cumplir con el umbral del 2% estipulado en el tratado de la OTAN.

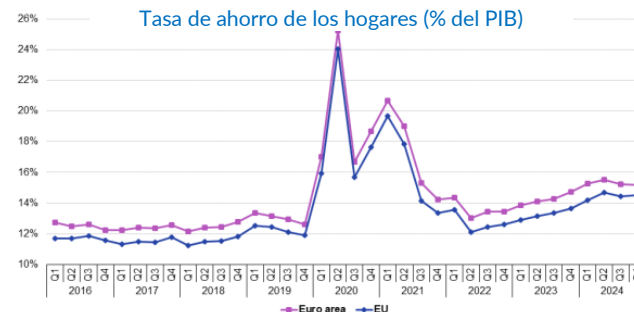
Desde el punto de vista financiero, la **Unión de Ahorro e Inversión** (*Savings and Investment Union*) debería permitir canalizar el abundante ahorro generado por los hogares europeos a proyectos que fomenten la innovación en el Continente. Durante la segunda mitad de 2025, la CE seguirá presentando herramientas para ello.

El gasto en defensa no alcanza el 2% en algunos países



Gasto en defensa
(% del PIB)

Una tasa de ahorro elevada y creciente



Fuentes: BBC y Eurostat

China busca evitar la *japonización* en presencia de retos coyunturales y estructurales

Las similitudes incluyen demografía adversa, debilidad de la demanda doméstica, fuerte aumento de la deuda pública, ...

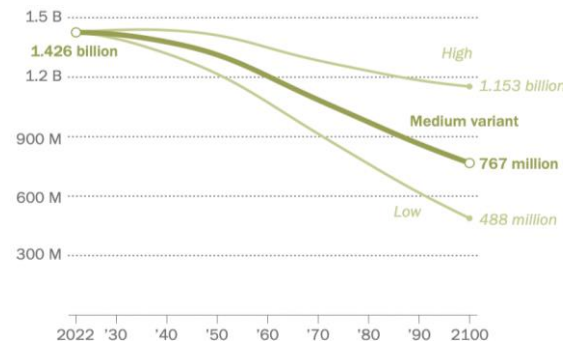


Coyunturalmente, la política comercial de Estados Unidos es un reto para su **sector exterior**, que, a pesar de haber podido gestionar los aranceles de Trump 1.0, puede tener mayores dificultades en esta ocasión dado el carácter más amplio y agresivo de la política comercial estadounidense. Por otra parte, **la caída de los precios inmobiliarios ha debilitado la demanda doméstica** y ha provocado una caída de los ingresos fiscales de las provincias en entorno en que las medidas de apoyo adoptadas desde los distintos niveles del sector público suponen una presión adicional sobre las finanzas públicas.

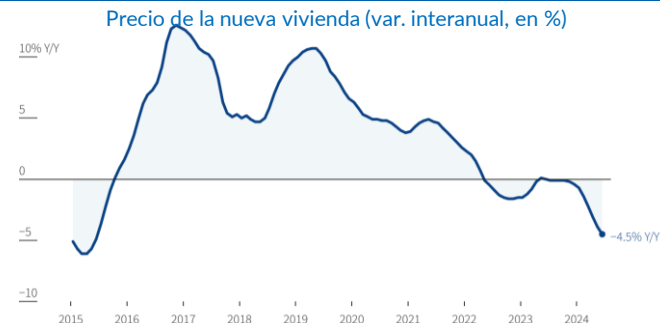
Estructuralmente, el país ya pasó su pico en términos de población activa y las políticas de natalidad de años anteriores supondrán una **caída de la población total sustancial a lo largo de este siglo**, con importantes consecuencias para el mercado laboral y la demanda interna del país. La apuesta por el sector exterior y ciertas industrias (p.ej. autos) están encontrando mayores resistencias a nivel global, no solo en Estados Unidos.

El país deberá seguir adoptando medidas de apoyo a la demanda doméstica, posiblemente centradas en política económica (recortes de tipos y de requisitos de reservas) y en medidas legislativas como la recientemente implementada ley de promoción del sector privado que provee un marco de protección para las empresas privadas que operan en el país.

La población caerá de forma ininterrumpida durante el S. XXI



La vivienda refleja la debilidad de la demanda doméstica



Fuentes: PEW y LSEG
DataStream.

Auge de la IA: costes energéticos y dislocaciones en los mercados laborales

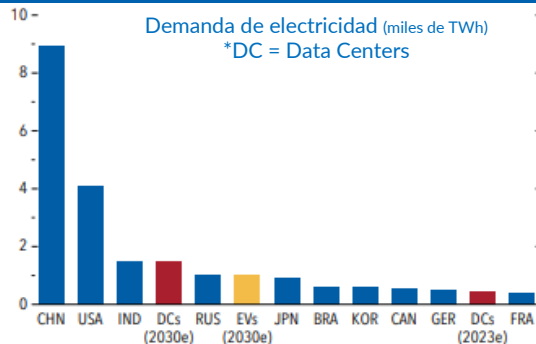
Como tecnología, su funcionamiento supone un reto energético, al tiempo que da lugar a posibles disrupciones

La inteligencia artificial avanza a un ritmo vertiginoso y está penetrando en un número creciente de ámbitos económicos y sociales, en general con un impacto sustancial, pero desigualmente distribuido.

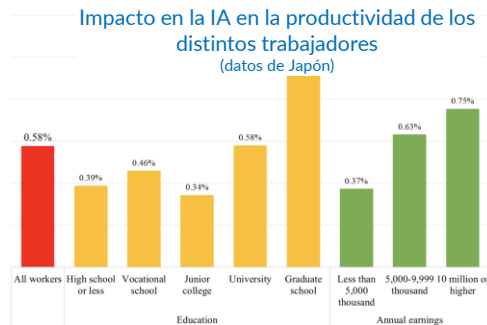
La elevada demanda energética de los modelos de inteligencia artificial general, tanto en sus fases de entrenamiento como en las respuestas a las peticiones de los usuarios, ha hecho que **el suministro de energía se haya vuelto un reto que acompaña al desarrollo de la inteligencia artificial**. Según el FMI, el consumo energético asociado a centros de datos e inteligencia artificial podría alcanzar los 1500 TWh, mayor que el consumo eléctrico de India. El desarrollo de modelos más eficientes (p.ej. DeepSeek), puede permitir reducir esta demanda energética, aunque el menor coste de estos modelos puede dar lugar a un mayor uso de la IA y, por ende, de energía.

La inteligencia artificial, como otras tecnologías de uso general, tendrá importantes consecuencias para empresas y trabajadores, dado su distinto nivel de complementariedad o sustitubilidad con respecto de las tareas de cada puesto de trabajo. Las estimaciones académicas apuntan a **notables diferencias sectoriales en la adopción y el impacto y, también, a un impacto más favorable para los trabajadores de mayores más cualificados**.

En 2023, la IA será el 3º consumidor global de electricidad



La IA tiene impactos diferenciales por cualificación



Fuentes: FMI y CEPR.

Los riesgos climáticos se acentúan

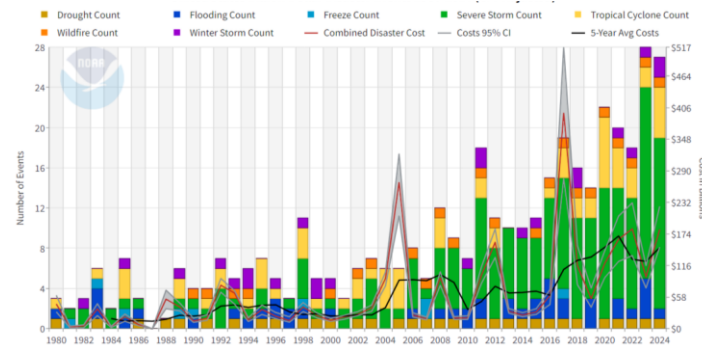
A pesar del giro negacionista en Estados Unidos, la realidad del cambio climático y de la inversión en ESG se consolidan

Las temperaturas atmosféricas y oceánicas siguen en aumento a nivel global **confirmando la realidad del cambio climático** y, con ello, el aumento en la frecuencia y en la severidad de los eventos de riesgo asociados. Su distribución geográfica es desigual y mientras que algunas áreas experimentan un aumento de la precipitación (tormentas, inundaciones, ...), otras registran una caída de la misma (sequías, incendios, ...).

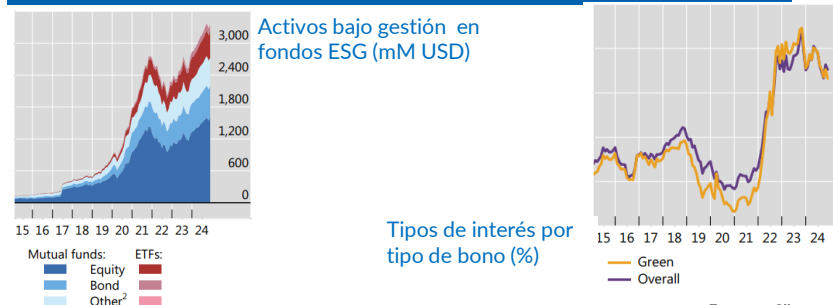
El ascenso del trumpismo confirma un giro negacionista, contrario al despliegue de **energías renovables** y a **políticas de mitigación** en Estados Unidos. Ello supone una oportunidad para los líderes globales en las tecnologías verdes como son China (vehículo eléctrico, solar fotovoltaica, ...) y Europa (hidrógeno, eólica, bio-fueles, ...) para seguir apostando por ellas, posiblemente mediante acuerdo de colaboración.

Desde el punto de vista financiero, la administración Trump con sus políticas contra las iniciativas medioambientales, suponen un reto para la inversión ESG. Así, en los últimos meses, un cierto número de instituciones han abandonado algunas de las iniciativas que se habían lanzado en los años anteriores en un contexto en el que se ha generado la percepción que los retornos estrictamente financieros de estas inversiones eran inferiores a los de la convencionales. En cualquier caso, **el tono constructivo de la UE y de otras grandes economías supondrán un apoyo para mantener la vitalidad de los flujos de inversión hacia la categoría de ESG**.

Número y coste de eventos climático en EEUU



Crecimiento activos bajo gestión en fondos ESG



Fuentes: Climate.gov y BIS.

Riesgos de ciberseguridad en un entorno de creciente sofisticación

La ciberseguridad, en sus distintos aspectos, se confirma como un problema creciente para las empresas



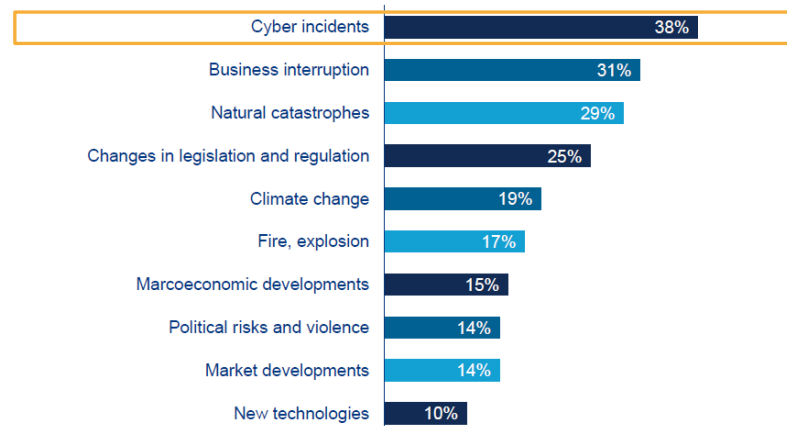
En los últimos años, los cibertales han ganado en frecuencia y en impacto, además de en número de usuarios y empresas afectadas, y se constata una creciente importancia de ataques de *ransomware*. Con ello, se ha convertido en uno de los principales riesgos según las empresas en un amplio espectro de sectores y de geografías.

La Inteligencia Artificial (IA) tendrá un efecto ambiguo sobre los riesgos de ciberataques. Por una parte, la IA permite una reducción de los costes de ejecutar este tipo de ataques, además de un aumento de la sofisticación de los mismos, incrementando su potencial en términos de víctimas y de posibles interrupciones. Por otra parte, las empresas pueden utilizar sistemas de IA para mitigar los riesgos de ciberataques y para aumentar la resiliencia de sus sistemas informáticos.

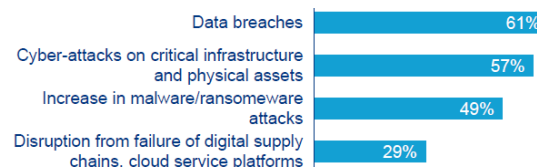
En un entorno de escalada de las tensiones geopolíticas y de menor orden global, puede tener lugar un aumento de los cibertales en los que participen actores estatales o paraestatales, ya sea contra elementos de infraestructura crítica de las economías o contra partes del tejido productivo, como un elemento de interrupción de las operaciones.

Los riesgos de ciberseguridad lideran las preocupaciones

Principales riesgos de negocio en 2025 (fuente: Allianz)



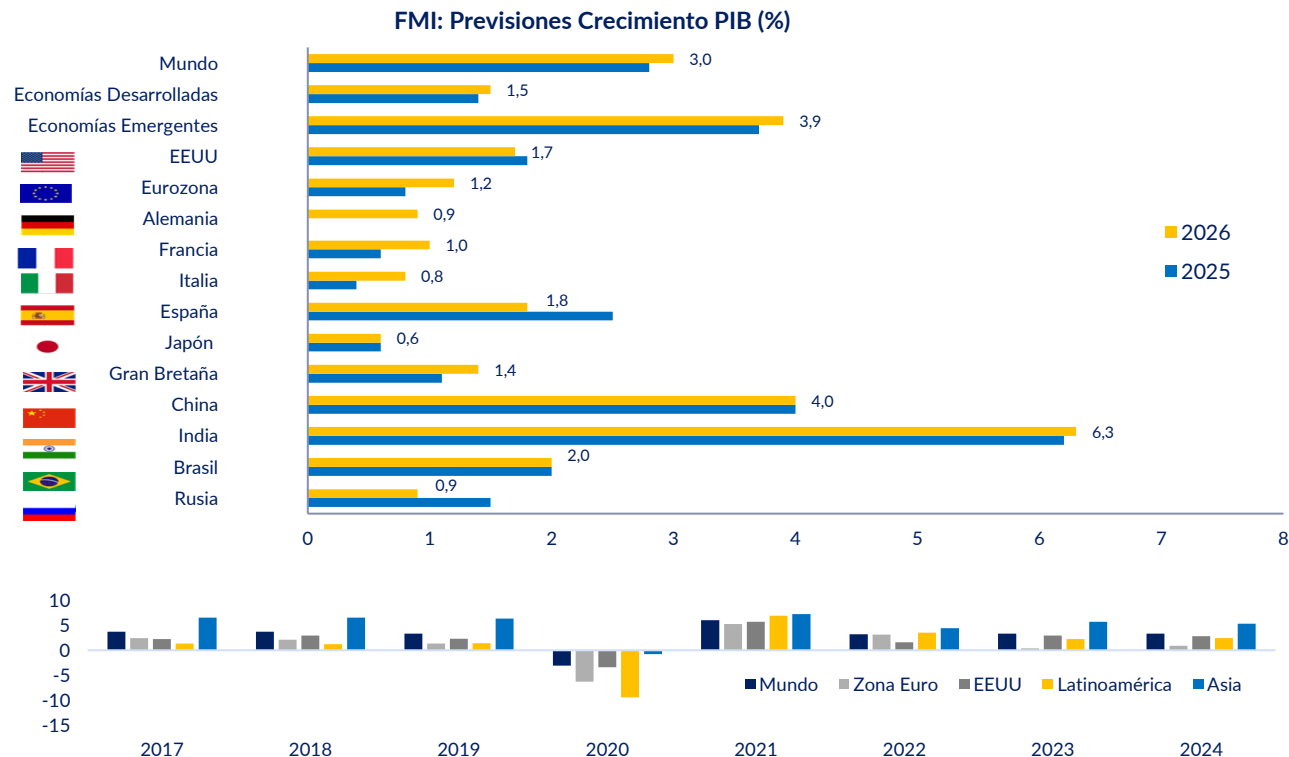
Principales exposiciones al ciberespacio (fuente: Allianz)



Fuente: Bloomberg.








Análisis Económico

Las estimaciones se basan en el análisis del World Economic Outlook del FMI de abril 2025. Las condiciones económicas y financieras apuntan a un crecimiento económico a nivel global más moderado respecto a anteriores actualizaciones.



Inflación: Moderación a corto plazo, mayor presión de precios a medio y largo plazo

A corto plazo, y especialmente en la zona euro, la inflación se está moderando hacia niveles **objetivos** de los bancos centrales. No obstante, con un **horizonte de medio y largo plazo**, tanto las propuestas políticas de Trump, como algunas tendencias estructurales apuntan a **mayores niveles de inflación**.

Trump 2.0 Aranceles	Los aranceles a las importaciones en EEUU tendrá un impacto inflacionista a medida que las empresas trasladen el incremento de costes a los consumidores.		Incremento costes de los productos importados
Trump 2.0 Política migratoria	Una reducción de los flujos de inmigración en un entorno de pleno empleo en Estados Unidos puede generar tensiones en el crecimiento de los salarios		Riesgo de espiral salarios - inflación
Relocalización y desglobalización	Una menor globalización y la relocalización de centros de producción (iniciada por motivos políticos, pandémicos y geopolíticos) primando motivos de seguridad de la cadena por encima de la eficiencia puede dar lugar a aumento de costes.		Pérdida de eficiencia e incremento costes
Transición a descarbonización	El cambio climático requiere la combinación de nuevas inversiones en energía renovable y mayores precios de la energía fósil (para desincentivar su consumo). Existe, además, un riesgo de inflación en los precios de los alimentos.		Incremento gasto público y precios energía
Tendencias demográficas	El envejecimiento de la población en los países de la OCDE y en China genera una reducción de las fuerzas laborales y un aumento de la demanda de empleo en sectores de servicios de curas.		Riesgo de espiral salarios - inflación
Elevada Deuda Pública	Los elevados ratios deuda pública sobre PIB estimula la voluntad de las autoridades económicas de aceptar mayor inflación, para apoyar la sostenibilidad de las finanzas públicas.		Mayores expectativas de inflación
Inteligencia Artificial	Varios estudios apuntan a que el primer impacto de la implementación de la IA es la destrucción de empleos en determinados sectores. Sólo a medio plazo se observarán las ganancias en productividad en la economía en general que podrían contribuir a un ajuste de salarios y precios.		Menor presión salarial y menor inflación

Economía: Estados Unidos

Estados Unidos continuará liderando el ciclo económico global entre los desarrollados, a pesar de un crecimiento ligeramente menor en 2025



La economía norteamericana seguirá destacándose como una de las más fuertes entre las economías del G7, aunque con menos vigor.

Este desempeño estará respaldado por políticas fiscales expansivas implementadas bajo la administración Trump, que incluyen principalmente recortes impositivos, desregulación y medidas de apoyo dirigidas a empresas que operen dentro de la región. Sin embargo, la tramitación legislativa, especialmente en el ámbito fiscal, no será fácil y requerirá de más concesiones de las esperadas.

El mercado laboral de EEUU se encuentra en un proceso de normalización, reflejado en una reducción gradual de las ofertas de empleo y un incremento muy contenido en la tasa de desempleo.

Con todo, persisten ciertos desafíos, las dudas sobre la evolución de la inflación y ciertas dificultades en algunos sectores económicos (p.e. inmobiliario comercial). En materia de inflación, la compleja cuantificación del impacto a corto y medio plazo del nuevo status en políticas comerciales a nivel global aporta poca visibilidad, si bien los primeros datos post Día de la Liberación (09/04/25) sugieren un menor impacto de los aranceles en los precios domésticos por absorción vía margen empresarial y acumulación previa de inventarios a precios bajos.

A pesar de esto, la economía estadounidense se perfila como un motor de estabilidad y crecimiento global, incluso en un contexto de tensiones comerciales y proteccionismo creciente.

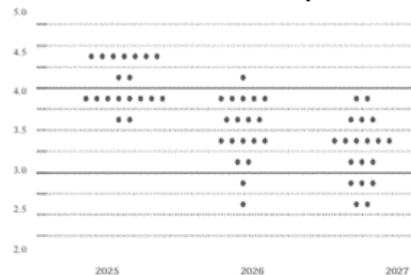
Los miembros de la Reserva Federal anticipan una economía menos caliente y una inflación a la baja en 2026-2027. Sin unanimidad en la senda de tipos de interés.

Proyecciones Económicas FED jun-25 (%)

%	2025	2026	2027
PIB	1,4	1,6	1,8
Cambio respecto mar-25	-0,3	-0,2	0,0
Tasa de desempleo	4,5	4,5	4,4
Cambio respecto mar-25	0,1	0,2	0,1
PCE	3,0	2,4	2,1
Cambio respecto mar-25	0,3	0,2	0,1
PCE subyacente	3,1	2,4	2,1
Cambio respecto mar-25	0,3	0,2	0,1

Fuente: FOMC

Dot Plot Reserva Federal – reunión junio



Líneas clave del proyecto de reconciliación fiscal en negociación en USA

- **Extensión de disposiciones fiscales de 2017:** Prorroga principales medidas de la Ley de Reducción de Impuestos y Empleos (2017), cuya vigencia expira a finales de 2025.
- **Gasto público no militar:** Recortes generales en partidas no vinculadas a defensa.
- **SNAP (Programa de Asistencia Nutricional Suplementaria) y Medicaid:** Reducción de sus presupuestos e implantación de criterios de elegibilidad más estrictos para ambos programas.
- **Gasto en defensa:** Añade \$150 000 M al presupuesto de defensa.
- **Créditos fiscales para energía limpia:** Rebaja de múltiples incentivos establecidos por la Ley de Reducción de la Inflación.
- **Deducción SALT (State And Local Taxes):** Mantiene la limitación de deducción vigente hasta 2025 y eleva el tope de \$10 000 a \$40 000.

Economía: China

Una pequeña tregua en la guerra por el dominio global después de que EE.UU. y China alcancen a un acuerdo de mínimos

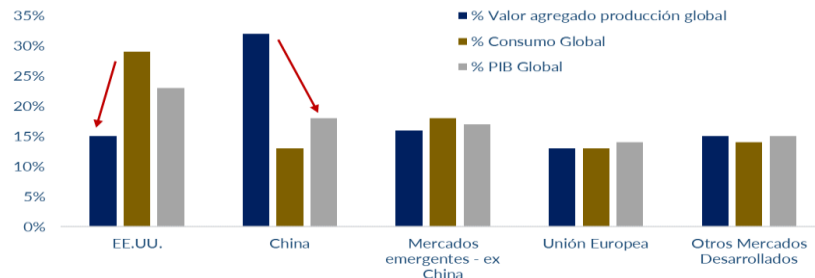
Entre todas las mesas de negociación, la que enfrenta a China y EEUU se perfila como la más determinante para el comercio global. A diferencia de otras grandes regiones, que mantienen cierto equilibrio entre producción y consumo, ambas potencias presentan un desajuste estructural: China concentra la producción; Estados Unidos, el consumo.

China representa cerca del 30 % del valor añadido manufacturero global, liderando sectores de alta tecnología y siendo el principal productor manufacturero mundial. Sin embargo, su peso en el consumo global apenas supera el 10 %, reflejo de una economía orientada a la exportación. En contraste, EEUU genera menos de la mitad del valor añadido industrial chino, pero absorbe en torno al 30 % del consumo mundial. Este desequilibrio —producción concentrada en China y demanda en EEUU— se situará en el centro de las negociaciones, donde EEUU buscará reequilibrar la balanza a su favor.

Aunque China ha reducido su dependencia comercial de EEUU, sigue siendo altamente vulnerable a una ruptura con su principal socio comercial, cuyo consumo resulta irremplazable a largo plazo. Por su parte, EEUU también enfrenta limitaciones: su dependencia de China en materias primas estratégicas y tecnología clave hace muy difícil reconfigurar sus cadenas de suministro de forma rápida. Este proceso sería costoso, inflacionario y perjudicial para el PIB.

Aunque persistirán episodios de volatilidad, se mantiene una visión constructiva y confiamos en que ambas partes llegarán a un nuevo acuerdo comercial.

China produce, EE. UU. consume: el desequilibrio que define la economía global y que EE.UU. está buscando mitigar.



Pese a haber diversificado su exposición, China sigue siendo vulnerable si pierde acceso al mayor consumidor global que es EEUU.

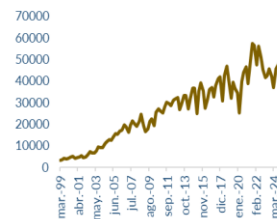
Déficit Comercial EE.UU. en 2017



Déficit Comercial EE.UU. en 2024



Exportaciones China a EE.UU. (MM USD)

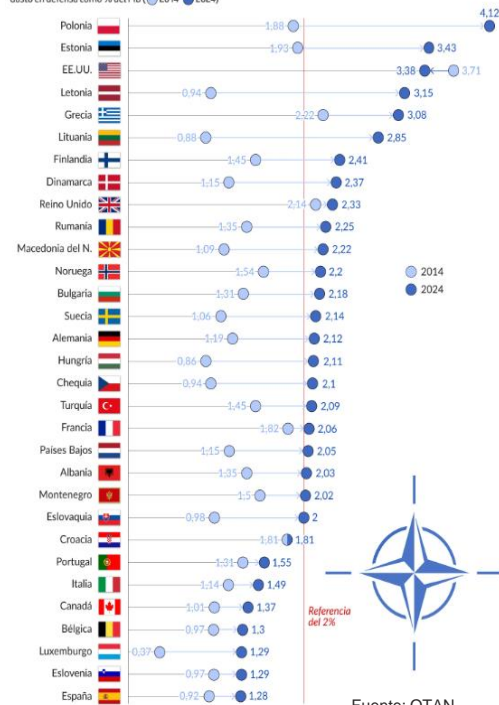


Economía: Zona euro

Unificar esfuerzos de inversión en materia de tecnología, seguridad, infraestructuras, innovación y ciberseguridad.

Presupuesto militar miembros de la OTAN (% PIB) 2014 - 2024

El presupuesto militar de los miembros de la OTAN
Gasto en defensa como % del PIB (● 2014 ● 2024)



Fuente: OTAN

Histórico Plan de Inversiones en Alemania

Los países europeos miembros de la OTAN han acordado incrementar su inversión en defensa y seguridad, forzada por las presiones ejercidas por Estados Unidos, quien ha criticado el posicionamiento de los países europeos y su escaso compromiso con la alianza. Las amenazas por parte de Estados Unidos de no contribuir a la alianza y las presiones que ejercen los conflictos bélicos en curso han propiciado que los miembros autoricen la inversión hasta el 5% de su PIB, del cual un 3,5% se destinará a defensa *core*, y el 1,5% restante en infraestructura de defensa y ciberseguridad.

Alemania aprueba un histórico plan de inversiones para impulsar el crecimiento económico, fomentar la inversión, promover la transición energética y crear empleo. Se van a destinar 500 mil millones de euros en 12 años a infraestructuras y transformación energética. Se destinarán también 100 mil millones de euros en proyectos específicos a los estados federados, y otros 100 mil millones a políticas medioambientales. Además, se aplicarán ayudas fiscales para incentivar la inversión y el consumo por 7 mil millones anuales hasta 2028.

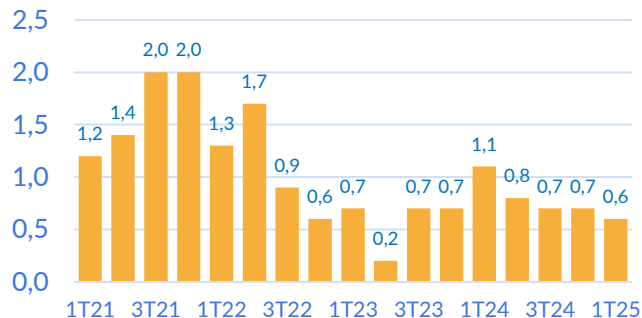
Europa plantea la *Unión de Ahorros e Inversiones (Savings and Investment Union- SIU)*, un mecanismo que abarca todo el sistema financiero de la UE: los mercados de capitales y el sector bancario para mejorar conjuntamente la canalización del ahorro hacia la inversión. Como objetivos principales, la UE pretende impulsar el progreso tecnológico y la innovación; facilitar los cambios estructurales hacia una economía más sostenible y digital; financiar las prioridades de la UE; y reforzar la autonomía estratégica de la UE. Al mejorar el atractivo de la UE como destino de inversión, la SIU también contribuirá a la competitividad económica y la autonomía estratégica abierta de la Unión, tal y como se señala en las Conclusiones del Consejo Europeo y del Eurogrupo, los informes del Parlamento Europeo, las declaraciones del **BCE** y los **informes de Enrico Letta y Mario Draghi**.



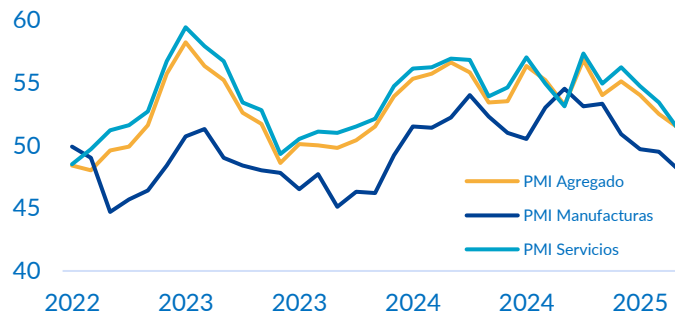
A lo largo de 2025, **España ha logrado mantener un crecimiento elevado y por encima del conjunto de la zona euro**. Ello ha sido posible gracias al dinamismo de la demanda doméstica, que está encontrando apoyo en un mercado laboral robusto, pero también de del sector exterior impulsado por la favorable evolución de las exportaciones de servicios, tanto turísticos como no turísticos. Ello a pesar de señales de moderación en indicadores adelantados como los datos de confianza empresarial que han registrado una moderación, incluso a niveles contractivos en el caso del referido al sector manufacturero. En relación con la inflación, tal como se preveía, ésta ha experimentado una senda de moderación hasta niveles próximos al objetivo del BCE, donde debería permanecer en los próximos trimestres.

La moderación del crecimiento económica tendrá continuidad en la segunda parte de 2025 y en 2026, en un contexto internacional marcado por la elevada incertidumbre y el desvanecimiento del impulso a las exportaciones que buscaban evitar el aumento arancelario de Estados Unidos. En el entorno doméstico, puede suponer un lastre la mayor incertidumbre política asociada a la inestabilidad del gobierno ante los casos de presunta corrupción y las dificultades del actual ejecutivo de aprobar su agenda legislativa, incluyendo los presupuestos generales del Estado.

El PIB mantiene un dinamismo elevado



... aunque la confianza de los agentes se modera

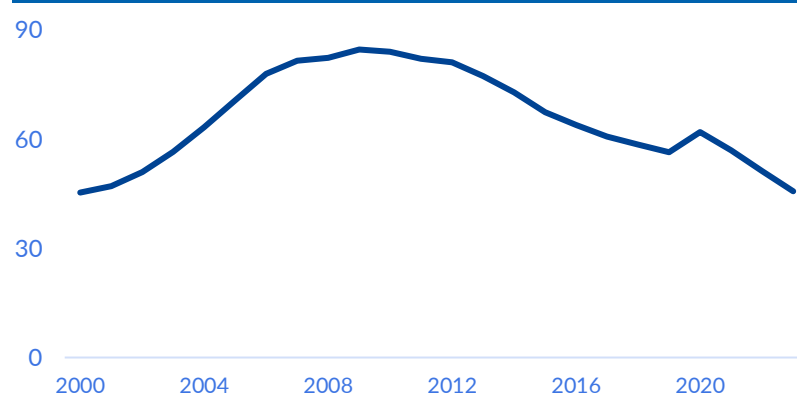


Fuente: Bloomberg.

Un mercado laboral robusto ...



... que apoya la renta y balance de los hogares

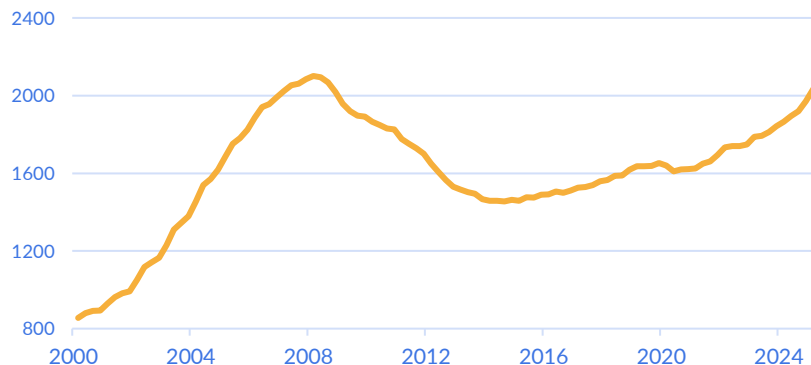


La creación de empleo ha permitido seguir reduciendo la tasa de paro en un entorno de marcado crecimiento poblacional dados los notables flujos de inmigración registrados por la economía española en los últimos años y que han más que compensado la caída natural de la población. Además, los salarios han seguido registrando aumentos sustanciales (2024: +5,4%), por encima de los pactados en convenio y acompañados de aumentos de productividad que permite evitar aumentos excesivos en los costes laborales unitarios de las empresas.. Todo ello está permitiendo un aumento de la renta disponible de los hogares que permite mantener dinámicas favorables de consumo, mantener unos balances saneados y una tasa de ahorro relativamente elevada desde un punto de vista histórico.

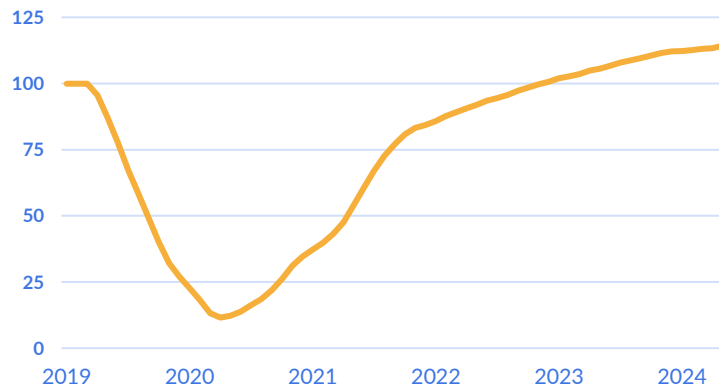
El dinamismo de la inversión empresarial, relativamente modesta hasta la fecha, podría verse impulsado por las iniciativas europeas (Fondos Next Generation y Savings and Investment Union), aunque lastrada por el entorno de incertidumbre internacional y doméstica.

Fuente: Bloomberg.

El precio de la vivienda ha tomado dinamismo



El turismo se ha recuperado y superado respecto pre-Covid



El precio de la vivienda se está acelerando y, en diversas geografías, ya supera los máximos alcanzados en el pico del anterior ciclo inmobiliario. La rigidez de la oferta ante un fuerte aumento de la demanda (demografía, renta disponible, turismo, ...) explican el dinamismo de los precios. El sector no registra, por ahora, señales de generar desequilibrios financieros, aunque sí, crecientes tensiones sociales por el acceso a la vivienda.

Las llegadas de turistas internacionales ha seguido repuntando y ha recuperado los niveles y la tendencia existentes ante del Covid gracias, según el Banco de España, a una creciente diversificación del sector. A la contribución del turismo en términos de sector exterior, hay que sumar las exportaciones de servicios no-turísticos, que incluyen la provisión de servicios *online*. La partida de servicios no-turísticos contribuye positivamente al saldo exterior positivo y favorece que la balanza comercial entre Estados Unidos y España esté, a grandes rasgos, equilibrada.

Fuente: Bloomberg.

Economías emergentes

Las economías emergentes ganan protagonismo en un contexto marcado por la incertidumbre política



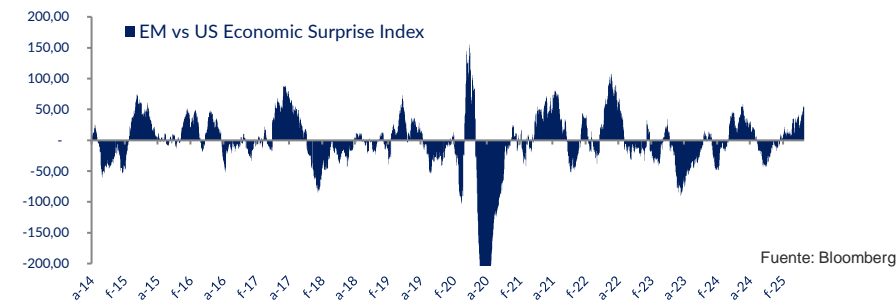
Los **mercados emergentes** siguen ganando protagonismo en un contexto global marcado por la incertidumbre política, la desaceleración del crecimiento en las economías desarrolladas y las cuestiones sobre la hegemonía de los Estados Unidos.

En este contexto, **se espera que las economías emergentes crezcan un 3,7 % en 2025**, por debajo del promedio de la última década pero **todavía muy superior al ritmo de las economías desarrolladas (1,4%)**. A pesar de las tensiones comerciales, los países emergentes se están beneficiando de la moderación de la inflación, la mayor credibilidad de sus bancos centrales y un dólar más débil, que permite aliviar la carga de deuda en divisa extranjera.

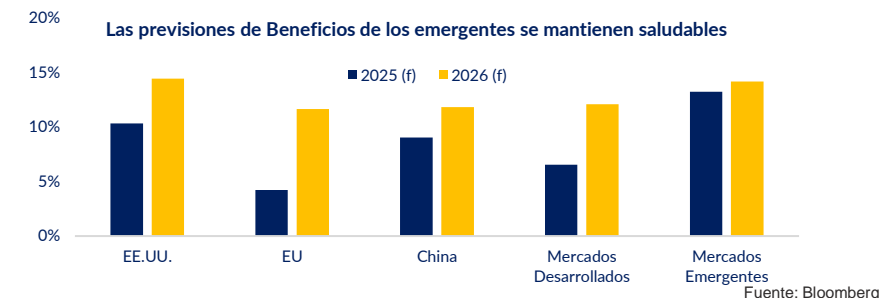
Las **consecuencias del conflicto arancelario varían según la región**. **Asia — con Vietnam a la cabeza —** ha sufrido un mayor impacto por su elevada exposición a EEUU, mientras que **América Latina, pese a la fuerte dependencia comercial de México, ha soportado una carga arancelaria menor**. África y Europa del Este, por su parte, muestran vínculos más limitados con la economía estadounidense. Además del impacto directo de los aranceles, los emergentes también se ven afectados por el encarecimiento de los productos intermedios y el deterioro de la visibilidad económica.

Ante la creciente incertidumbre sobre las políticas estadounidenses, **la diversificación regional se ha vuelto esencial** para mantener carteras resilientes y menos dependientes a la evolución de una única región.

Los emergentes lideran en sorpresas económicas relativas, pese al ruido geopolítico. La debilidad del dólar y la fortaleza del consumidor como pilares.



Se espera que las compañías registren crecimientos de beneficios de doble dígito hasta 2026, superando tanto a EE. UU. como al resto de desarrollados.

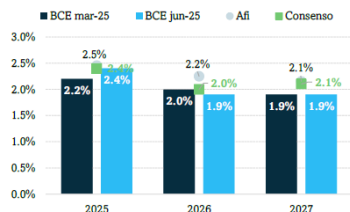


Análisis Financiero

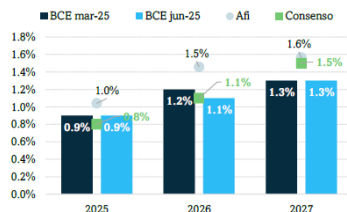
Política monetaria

El BCE se encuentra cerca de terminar su ciclo de bajadas, mientras que la Fed se enfrenta a un dilema entre una inflación que se mantiene “pegajosa” y un ciclo económico que tiende a la moderación.

Proyecciones de inflación general para la zona euro del BCE (media anual)



Proyecciones de crecimiento del PIB para la zona euro del BCE (media anual)



Previsiones de la Fed para las principales variables macroeconómicas

		2025	2026	2027	Longer run
PIB	jun-25	1.4	1.6	1.8	1.8
	mar-25	1.7	1.8	1.8	1.8
Desempleo	jun-25	4.5	4.5	4.4	4.2
	mar-25	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE	jun-25	3.0	2.4	2.1	2.0
	mar-25	2.7	2.2	2.0	2.0
PCE Core	jun-25	3.1	2.4	2.1	---
	mar-25	2.8	2.2	2.0	---
Fedfunds	jun-25	3.9	3.6	3.4	3.0
	mar-25	3.9	3.4	3.1	3.0

Fuente: AFI

En Europa, el BCE, después de bajar 100 pb en total en 2025, coloca la Facilidad Marginal de Depósito en el 2.00%. Esta senda refleja la continuidad de la normalización monetaria en respuesta al descenso sostenido de la inflación, la moderación salarial, la reducción de los precios de la energía y la creciente incertidumbre derivada de la política arancelaria de EE.UU. **Lagarde señaló que el fin del ciclo de bajadas está muy cerca una vez alcanzado el tipo de interés neutral de la zona euro que previsiblemente se encuentra en el rango 1.75%-2.25%.** No obstante, y si el ciclo evolucionase a peor, teniendo los precios bajo control, al menos por ahora, el BCE se encontraría en una situación cómoda para realizar alguna bajada adicional y volver a activar una política monetaria expansiva en la segunda parte de 2025.

En EEUU, La Fed, se mantiene en modo “wait-and-see”, tras un 2025 sin cambios en los tipos de referencia. El presidente Powell ha declarado que evitarán precipitarse y que la economía se ha mostrado resiliente a pesar del aumento del coste de financiación. **La persistencia de una inflación subyacente aún muy por encima de su target del 2% y las elevadas expectativas de inflación a corto derivadas de las políticas arancelarias de la administración Trump mantiene a la Fed en modo restrictivo incluso cuando el crecimiento empieza a dar síntomas de desaceleración.** A partir de aquí, y si se produce una reducción de la incertidumbre política con una tregua comercial de mínimos, posiblemente la máxima autoridad monetaria norteamericana equilibre el balance hacia los riesgos que se ciernen en la actividad y el empleo. Esto es precisamente lo que descuenta en la actualidad el mercado, con dos bajadas de 25 pbs puestas en precio a partir de septiembre.

Previsiones Fin 2025

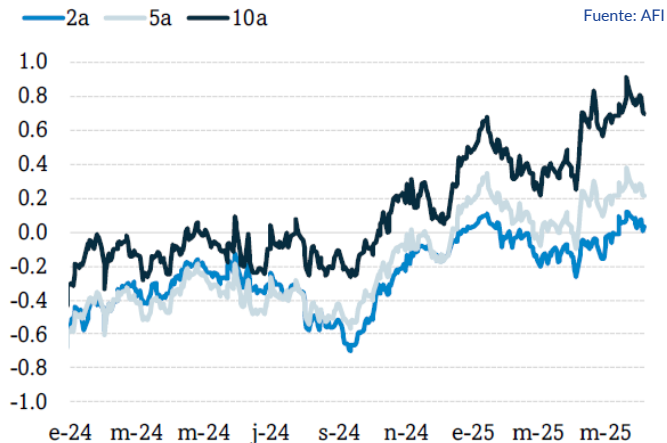
Tipos FED:  3.75% / 4.00%

Tipos BCE:  2.00%/1.75% (depósito)

Activos financieros: Deuda pública

Fuerte aumento de las pendientes de las curvas de tipos de interés durante 2025, con los largos plazos incorporando prima de riesgo fiscal

Evolución de las primas por plazo en la Deuda Pública de EE.UU.



Durante esta primera parte de año la tendencia del mercado de deuda pública ha sido de una **positivización de las curvas** de tipos de interés, con los cortos plazos a la baja a medida que los bancos centrales (menos la Fed) continuaban con su proceso de bajada de tipos y salida de la restricción monetaria, mientras que los tramos largos se han mantenido en rango o con una tendencia ligeramente alcista. Hay varios factores que explican esta circunstancia:

- Mayor crecimiento potencial y tipos de interés real.
- **Liquidez:** A medida que coge tracción el *Quantitative Tightening* de los bancos centrales que buscan aminorar el abultado tamaño de sus balances.
- El inversor exige **mayores primas** por invertir en deuda pública a largo plazo que le compense por la mayor incertidumbre sobre la **inflación a largo plazo, la senda del déficit fiscal** y la creciente **oferta de bonos**.

Previsiones Fin 2025

España 10 años  3.25% / 3.50%

Alemania 10 años  2.50% / 2.75%

EE.UU. 10 años  4.25% / 4.50%

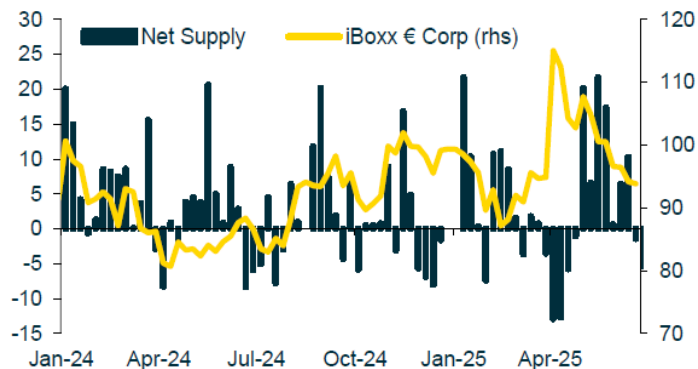
Socavamiento del “excepcionalismo” estadounidense. Populismo fiscal, sanciones extraterritoriales y tendencias a la imposición de controles de capital minan la confianza en el dólar y en la deuda del Tesoro de EE.UU. como activo refugio y colateral de referencia

Activos financieros: Renta fija corporativa (*Investment Grade, IG*)

Buen desempeño apoyado sobre fundamentales sólidos y condiciones financieras favorables, aunque con cierta volatilidad

Los diferenciales han recuperado sus niveles previos al Liberation Day pese al elevado volumen de emisión

Emisión neta de papel corporativo IG en € vs. spreads



Fuente: Commerzbank

Previsiones Fin 2025

Spread Investment Grade
EUR 5 años

50 – 75 pb

La primera mitad de 2025 en el mercado de crédito IG europeo ha estado marcada por la **actualidad política**, con un fuerte incremento de los diferenciales posterior al *Liberation Day* y una rápida recuperación de los mismos con la relajación de las tensiones comerciales. Tal y como se observó en 2024, el encarecimiento relativo del activo con respecto a la deuda pública (reducción de swap spreads) y el inicio del programa de *Quantitative Tightening* del BCE apenas han impactado sobre el posicionamiento de los inversores.

Las valoraciones actuales dejan **poco espacio para una mayor compresión** de los diferenciales en los próximos meses. Pese a los sólidos fundamentales de las compañías y el elevado apetito inversor, la frenética actividad del mercado primario IG (estimada en casi €700b) deberá competir con el creciente volumen de emisión de los estados europeos para financiar sus programas de defensa e infraestructura, así como lidiar con un entorno estructuralmente más volátil que el de los últimos años.

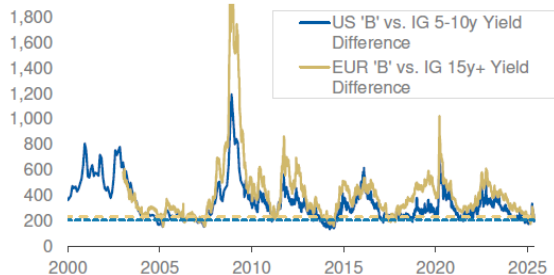
La segunda mitad de 2025, por tanto, debería consolidar un año de **rentabilidades moderadamente positivas** para el crédito IG gracias a las bajadas de tipos por parte del BCE, la relajación de las condiciones financieras y la estabilización de los indicadores adelantados del ciclo, aun cuando los diferenciales posiblemente se mantengan estables o presenten ligeras ampliaciones. En este escenario, mostramos preferencia por **nombres de calidad**, con balances saneados y capacidad de afrontar un deterioro de márgenes o ralentización de la actividad fruto de las tensiones geopolíticas o comerciales.

Activos financieros: Renta fija corporativa (*High Yield, HY*)

Cautela ante la incertidumbre geopolítica, las generosas valoraciones y el potencial impacto arancelario

Prudencia y posicionamiento defensivo en High Yield

Single B vs IG Yield Difference (bp)



Diferencia (en pb) entre TIR de ratings IG y B en € y \$

Fuente: Morgan Stanley

Percentil de diferenciales y TIR de renta fija corporativa € y \$ desde 2005

	US IG	US HY	EU IG	EU HY
Spread (bp)	89	312	102	326
Yield (%)	5.3	7.5	3.2	5.7
%-tile (Spread)	11%	13%	31%	25%
%-tile (YTW)	73%	54%	53%	42%

Fuente: Morgan Stanley

Previsiones Fin 2025

Spread High Yield EUR
5 años

300 - 350 pb

Como clase de activo con elevada correlación con el ciclo económico, el crédito HY ha experimentado una **elevada volatilidad en la primera mitad de 2025**, fundamentalmente causada por la incertidumbre alrededor de la política comercial de la administración Trump, con notables ampliaciones de los diferenciales tanto en Europa como en EEUU hasta niveles no observados desde 2023.

Pese a que la progresiva normalización de las tensiones comerciales, junto con la relajación de las condiciones financieras, ha ayudado a **comprimir de nuevo los diferenciales**, la clase de activo mantiene un perfil de riesgo asimétrico. Los actuales niveles **continúan siendo exigentes** (particularmente en EEUU) y podrían verse presionados nuevamente ante cualquier episodio de inestabilidad política, repunte de las tensiones comerciales o resurgimiento de la inflación como consecuencia de los aranceles impuestos.

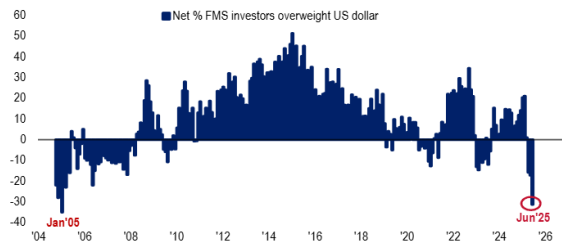
Por ello, y aun cuando el grado de incertidumbre se ha reducido con respecto al pico del pasado abril, el posible deterioro del cuadro macroeconómico en Europa y EEUU fruto de los nuevos aranceles y lo exigente de las actuales valoraciones, optamos por una **posición prudente y defensiva en el crédito HY**. Por ello, proponemos un seguimiento detallado de las compañías, priorizando la calidad en la medida de lo posible y con cierta preferencia por Europa por contar con un entorno algo más favorable (menores tipos y mejor posición financiera).

Activos financieros: Mercado de divisas

La incertidumbre en torno a los aranceles y su impacto en la inflación mantendrán elevada la volatilidad en las divisas

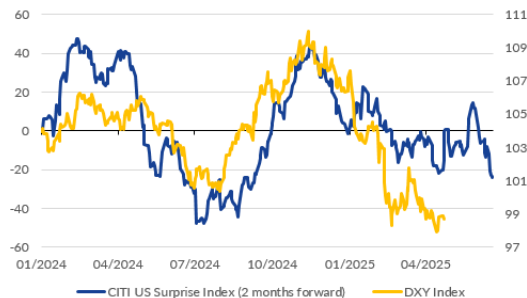
Chart 1: FMS most underweight the US dollar in 20 years

Net % FMS say they are overweight the US dollar



Source: BofA Global Fund Manager Survey

Evolución del índice de sorpresas económicas en EEUU vs. índice DXY



Fuente: Bloomberg

Previsiones Fin 2025

EUR/USD 1.10 – 1.20

EUR/GBP 0.85 – 0.90

En la primera mitad del año, el dólar se ha visto fuertemente lastrado por la errática política comercial y económica de la Administración Trump, alcanzando **mínimos de 1.17** contra el euro a finales de junio. A corto plazo, el previsible deterioro de los fundamentales macroeconómicos fruto de la incertidumbre continuarán pesando sobre la cotización del dólar, aunque es posible asistir a **algún rebote táctico** fruto del posicionamiento particularmente bajista de los inversores y la inestabilidad geopolítica en el Este de Europa y Oriente Medio.

Por su parte, la libra esterlina ha acusado los **pobres datos de actividad y enfriamiento del mercado laboral**, pese a un tono moderadamente hawkish del Banco de Inglaterra en su lucha contra una persistente inflación de servicios, alcanzando mínimos de 0,87 en su cruce con el euro. La fortaleza de la divisa única se ha visto también respaldada por el anuncio del ambicioso **plan de gasto en defensa e infraestructura** del nuevo gobierno alemán.

La segunda mitad del año 2025 debería continuar caracterizándose por una **elevada volatilidad** en el mercado de divisas apoyada en: 1) las potenciales consecuencias inflacionarias de los aranceles impuestos por la Administración Trump, 2) la inestabilidad en el plano geopolítico y 3) la continuada divergencia entre las políticas de los bancos centrales en relación a la evolución de la inflación en relación a sus objetivos.

Escenario base

1. Un **crecimiento económico global moderando, pero resistente** permite seguir expandiendo ventas, gracias a una **demanda resiliente**.
2. Los **márgenes empresariales siguen aguantando** tras la normalización de la base de costes.
3. (1) y (2) suponen **mantener el crecimiento esperado de BPA 2025**, si bien sobre una base más baja que lo que estimábamos a cierre de año.
4. La administración Trump y los conflictos geopolíticos seguirán **infundiendo ruido** pero con un **impacto transitorio y contenido** en mercados financieros.
5. **Sólida salud financiera** ue permite mantener altas las remuneraciones a los accionistas a expensas de la inversión en capital fijo.
6. **Factores técnicos algo más desequilibrados**, con un posicionamiento en activos de riesgo y unos factores técnicos tensionados.
7. **Valoraciones en renta variable estrechas globalmente, justas en Estados Unidos**. Si bien no debería producirse derating si se mantiene crecimiento BPA por encima promedio histórico.

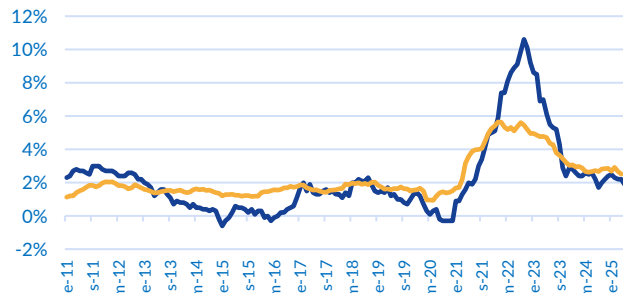
Riesgos

- El principal riesgo sigue siendo la **desaceleración / recesión económica**, seguido de una **aceleración no contenida en la inflación** que frene el final del endurecimiento monetario
- El **aumento de ventas vía precios se encuentra cerca del agotamiento** en algunos sectores, por lo que la vuelta de los **volúmenes resulta clave**
- **Trump tiene la capacidad de escalar las primas de riesgo**
- **Factores técnicos deteriorando**
- Valoraciones en niveles estrechos **pero con algunos bolsillos extremos en algún nicho de mercado**
- **Inestabilidad geopolítica** puede seguir tensionando por ejemplo en Oriente Medio coyunturalmente alguno(s) de los factores de producción (petróleo y energía)

Mejora del poder adquisitivo vía crecimiento en salarios reales y mejores condiciones financieras

Inflación moderada y claramente a la baja...

% Variación interanual de precios al consumidor

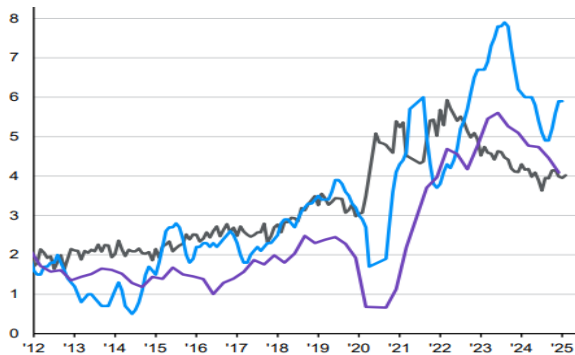


Fuente: Bloomberg

— Euro Area CPI — EE.UU. PCE

...está permitiendo la subida de los salarios reales

% Variación salarial

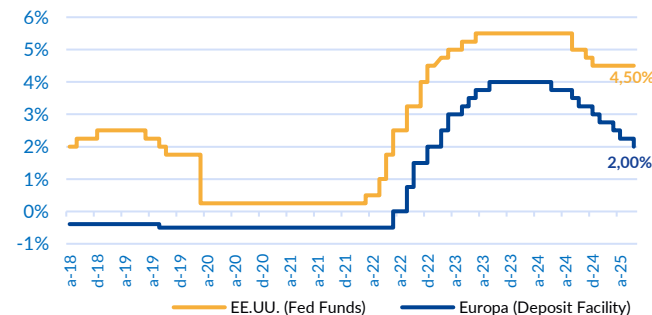


● EE. UU. ● Zona euro ● R. U.

Fuente: JPMorgan

...posibilitando la flexibilización monetaria

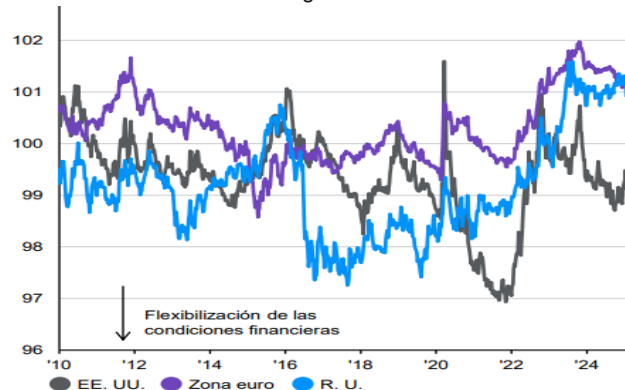
Tipos de interés en EE.UU. y Europa



Fuente: Bloomberg

...y la mejora gradual en las condiciones financieras

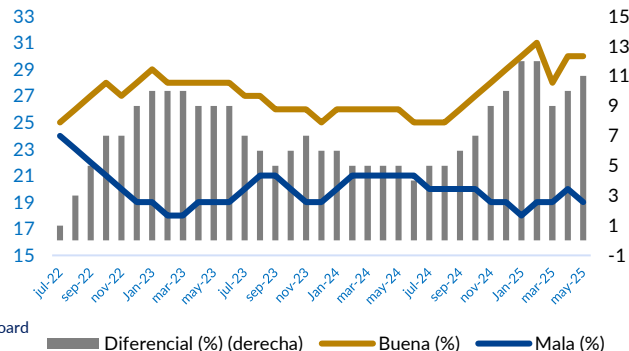
Índice de condiciones financieras globales



Fuente: JPMorgan

La situación financiera de las familias continua siendo estable...

Situación financiera actual de las familias (%)



Fuente: The Conference Board

... si bien las expectativas del consumidor han caído ligeramente...

Índice de expectativas



Fuente: The Conference Board

...tal y como han estado trasladando las empresas recientemente

“Los consumidores siguen manifestando, tanto en su retórica como en los comentarios cualitativos, una **actitud de cautela**, e incluso hemos visto algunas variaciones modestas en los niveles de confianza en los últimos meses. Sin embargo, **en lo que respecta a su comportamiento de gasto, los consumidores se están manteniendo.**”

Hal Lawton, CEO Tractor Supply

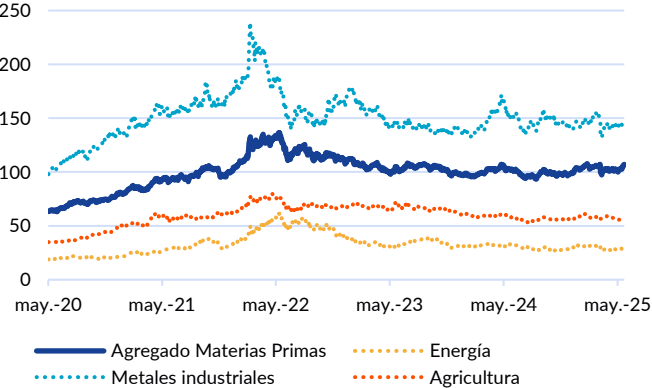
“**El consumidor está gastando dinero**, y eso resulta algo contradictorio si lo comparamos con los distintos indicadores de confianza, pero estos últimos reflejan más bien lo que la gente siente, **no necesariamente lo que hace.**”

Brian Moynihan, CEO Bank of America

“En realidad, el mes de marzo se comportó más acorde a nuestras expectativas. Además, dado que la Semana Santa se desplazó a abril, **observamos un desempeño realmente sólido** en torno a esas fechas. Y, **por lo que va de este trimestre, podemos afirmar que hemos comenzado con buen pie.**”

David Rainey, CFO Walmart

Desinflación sostenida de costes industriales críticos
Índices de materias primas (Índices de Bloomberg)



Índice de presión en la cadena de suministros global (GSCPI)



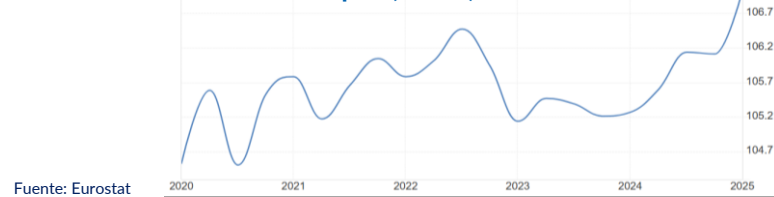
Fuente: Bloomberg

Materialización del retorno de la Inteligencia Artificial

En 2025 la IA generativa comienza a traducirse en ganancias de eficiencia medibles y escalables, más allá del carácter experimental de 2024. A medida que la adopción avanza de fase piloto a implementación a escala, se espera que su contribución a la eficiencia en múltiples áreas se refleje progresivamente en una expansión sostenible de márgenes operativos.

Empresa	Aplicación de IA	KPI
Siemens	Uso de la plataforma Senseye para mantenimiento predictivo y gemelos digitales para monitorizar y optimizar el rendimiento de la planta.	Reducción de Downtime
Bosch	Uso de visión por computador y machine learning para la inspección visual automatizada de calidad en la producción de componentes de automoción.	Reducción de Defectos
General Electric	Creación de gemelos digitales y análisis predictivo para monitorizar motores de avión en tiempo real, optimizando el mantenimiento y la fiabilidad.	Reducción de Downtime
JP Morgan	Sistema de predicción de fraude que analiza patrones de transacciones para detectar anomalías en tiempo real.	Ahorro Anual por Fraude Evitado
BMW	Sistemas de visión para la detección de defectos en la línea de producción, reduciendo el desperdicio.	Reducción de Costes de Retrabajo
Burberry	Programas de personalización basados en IA para analizar datos de clientes y ofrecer recomendaciones en tienda.	Aumento en la Repetición de Compras
Capgemini	Plataforma de IA (Aptivo) para analizar la intención de compra de los clientes y priorizar leads de venta.	Incremento de Leads Calificados

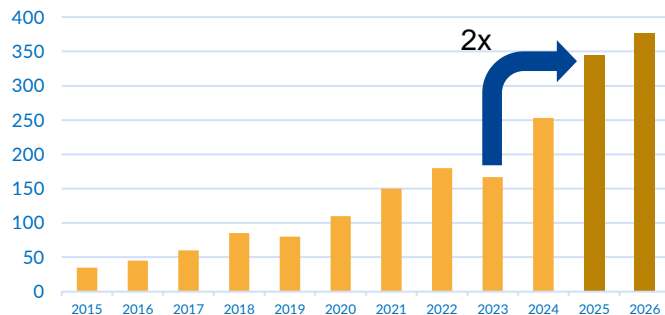
Productividad en Unión Europea (índice)



Fuente: Eurostat

La inversión en IA se consolida como motor de crecimiento...

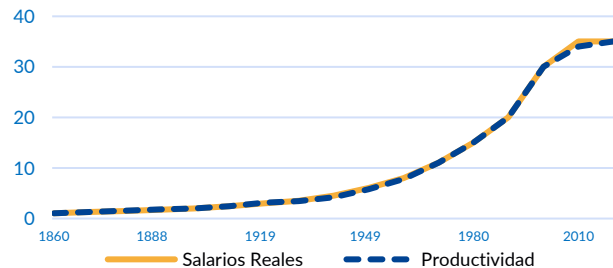
Inversión trimestral en capital de las Mag-7 (\$)



Fuente: Goldman Sachs

... acelerando el incremento de los salarios reales...

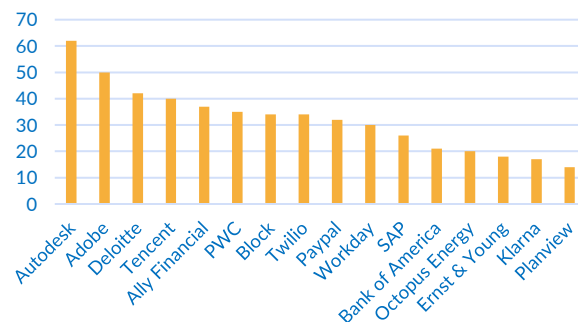
Evolución de los salarios reales y la productividad en el Reino Unido desde 1860 hasta 2020, con base 1



Fuente: BCA

...impulsando significativamente la productividad de las empresas...

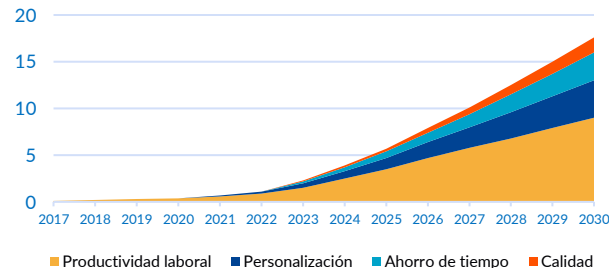
Estimaciones del efecto de la IA en la productividad laboral (%)



Fuente: Goldman Sachs

... y contribuyendo al crecimiento del PIB mundial

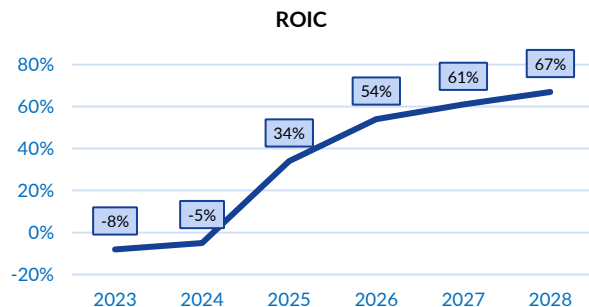
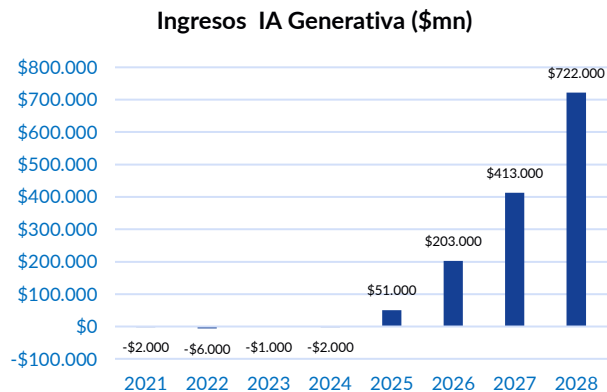
Impacto de la IA en el PIB global (en \$ billones)



Fuente: PWC

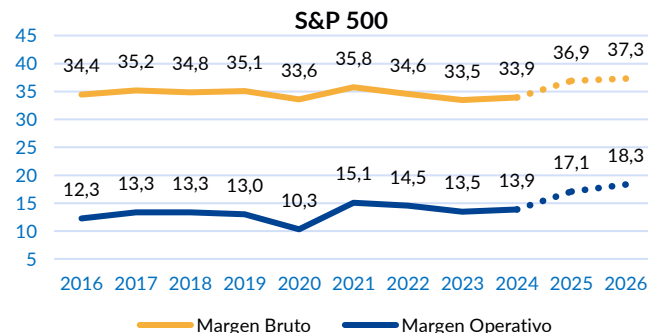
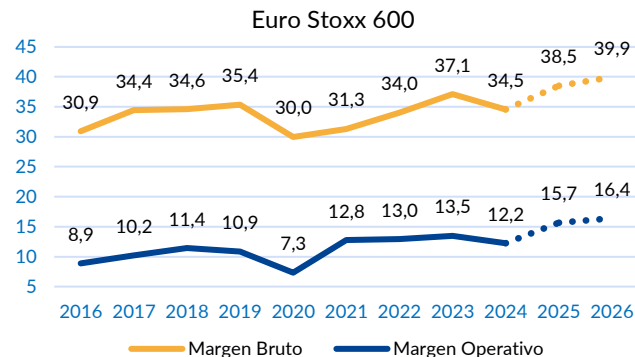
...Y clara mejora en eficiencia y productividad cuya adopción va a ir a más

Múltiples compañías en diferentes sectores están en posición de capitalizar el retorno creciente de las inversiones en IA



Fuente: Morgan Stanley

El consenso indica expansión de márgenes en 2025/2026, a pesar de incertidumbre comercial

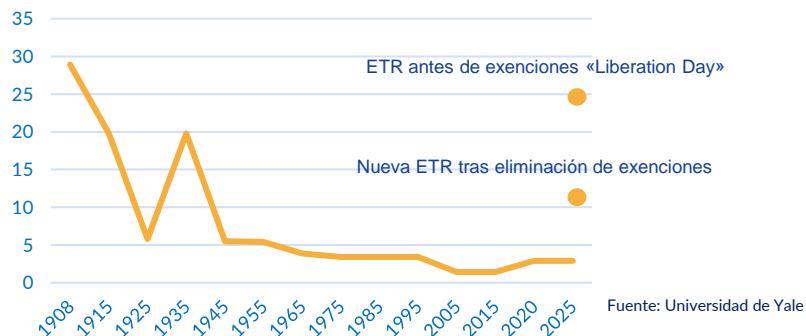


Fuente: Bloomberg, Junio 2025

Impacto arancelario contenido en un entorno de crecimiento sostenido

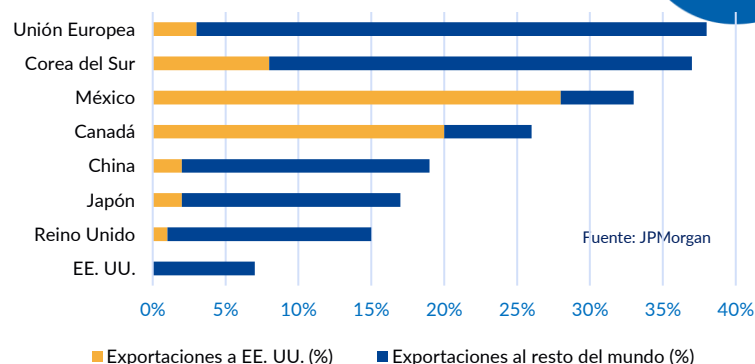
Evolución de la Tasa Arancelaria de EE. UU. – 1900-2025

Tasa Arancelaria Efectiva (ETR) ponderada aplicada al comercio (%)

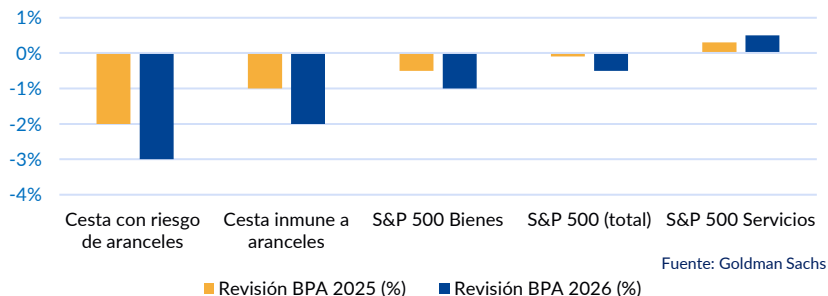


Exposición de las exportaciones por país

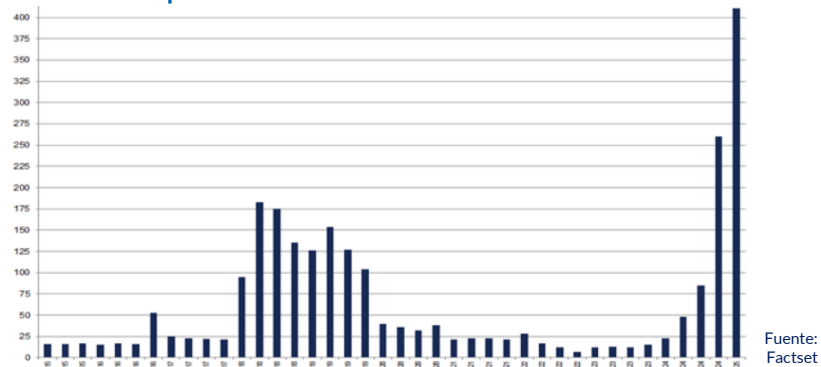
Porcentaje del PIB nominal exportado a EE. UU. y al resto del mundo



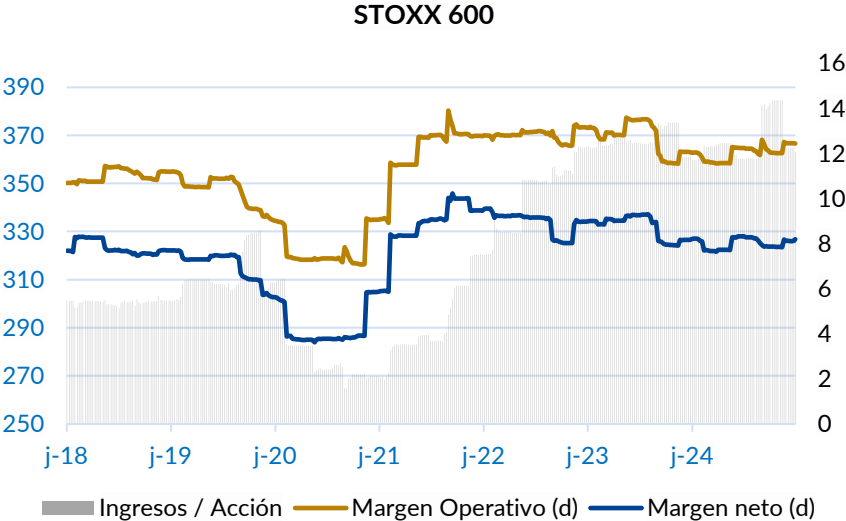
Previsiones de BPA revisadas: impacto negativo de los aranceles en un escenario de crecimiento para 2025-2026



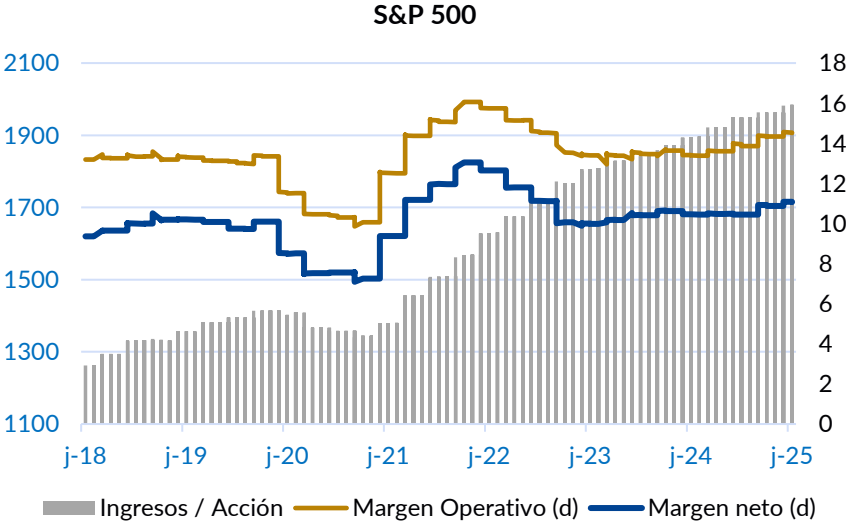
Número de compañías citando “tarifas” en conferencia de resultados



Ingresos en aumento y márgenes estables en Europa

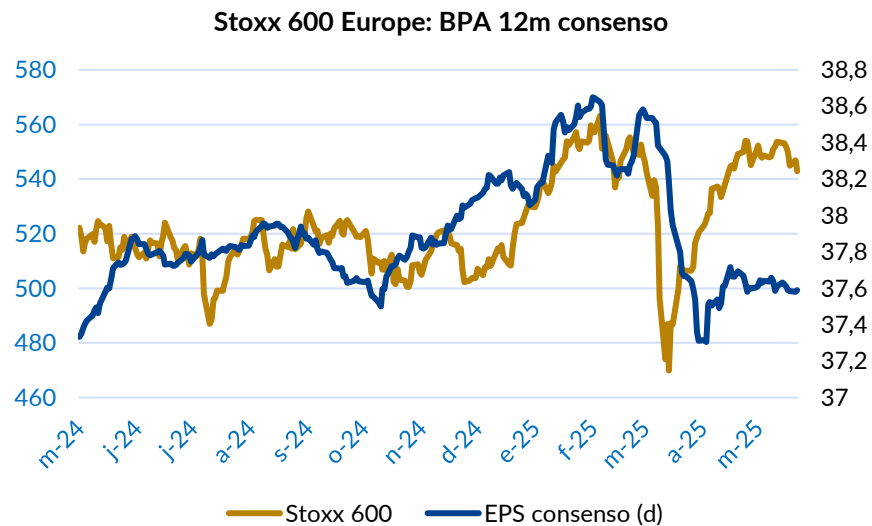


Fortaleza sostenida del desempeño corporativo en EE. UU.

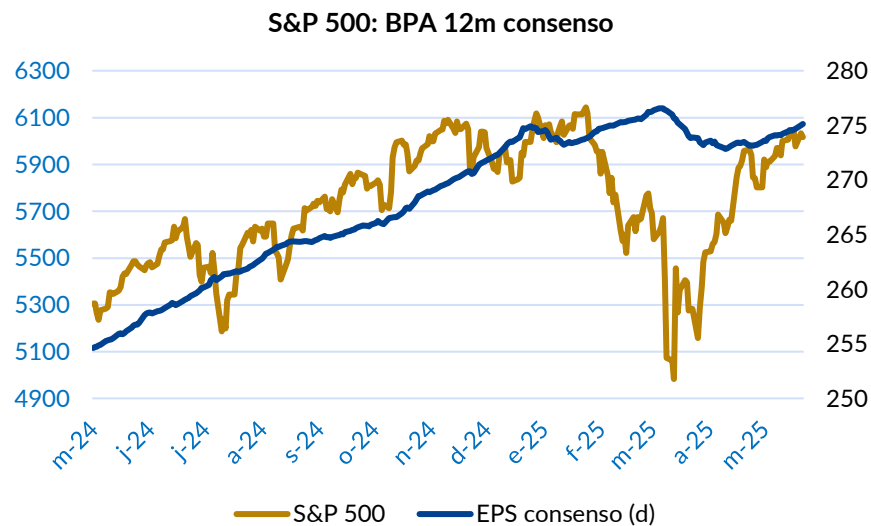


Fuente: Bloomberg 25/06/2025

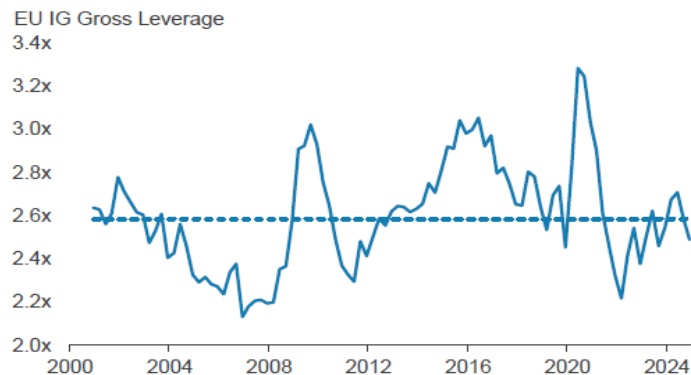
Avance sostenido con beneficios sin revisiones al alza
Crecimiento previsto BPA a 12 meses: +2,3%



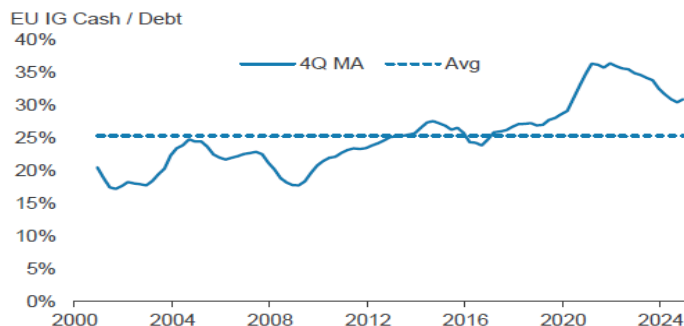
Leve ajuste, pero la tendencia estructural de beneficios se mantiene
Crecimiento previsto BPA a 12 meses: +7,5%



Apalancamiento Neto - EUR Corporates IG - Deuda Bruta/EBITDA

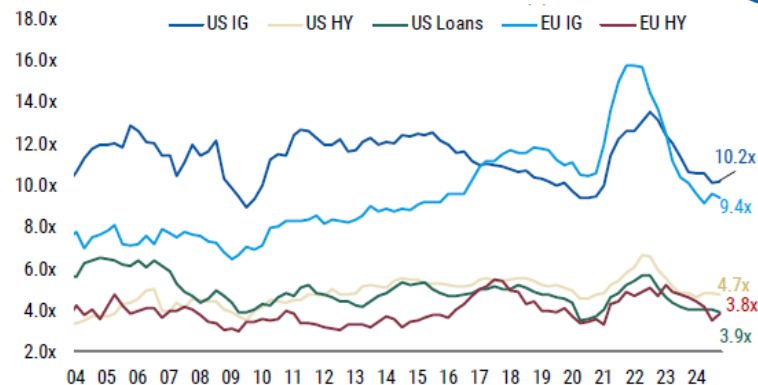


Liquidez: - EUR Corporates IG - Caja / Deuda



Fuentes: Morgan Stanley

Cobertura de Intereses - US & EU Corporates

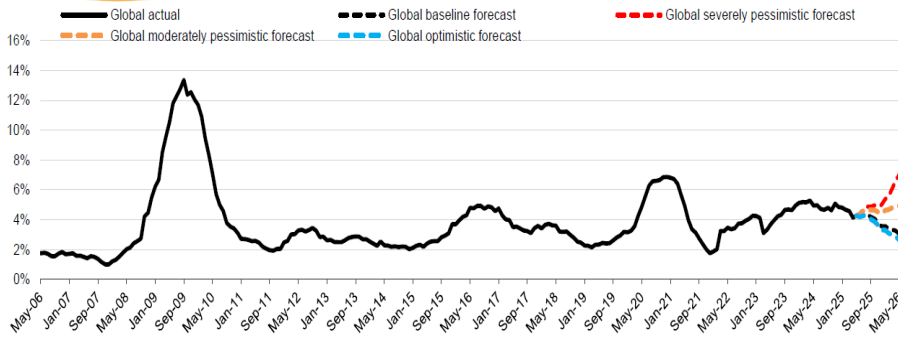


Las **métricas crediticias** vienen estabilizándose recientemente situándose por debajo de sus promedios históricos.

La **cobertura de intereses** estabilizándose alrededor de sus promedios históricos debido a la reducción del apalancamiento y los tipos de interés a la baja.

La **caída en el colchón de caja** como % de la deuda deteniéndose en agregado por encima del promedio histórico debido a la mejora en el apalancamiento.

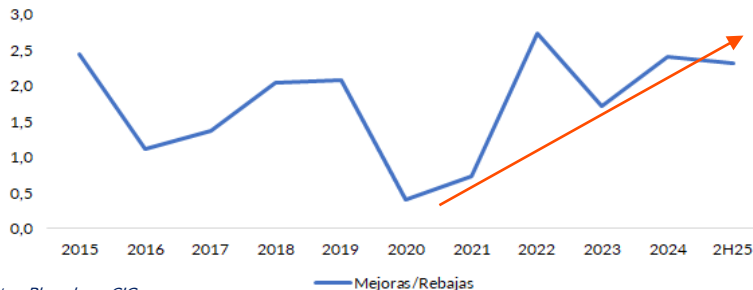
Porcentaje de Defaults – HY Global



Fuente: Moody's Ratings

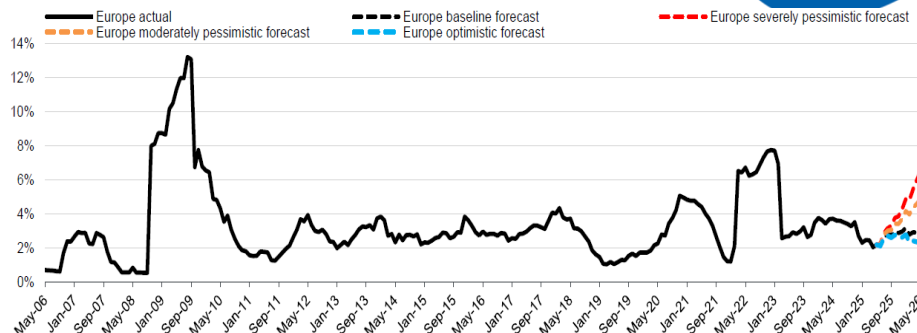
Rating Upgrades vs Downgrades – IG Global

Credit Rating Upgrade/Downgrade Ratio (IG, Dev. Mkts)
S&P, Moody's, Fitch



Fuentes: Bloomberg, CIG

Porcentaje de Defaults – HY Europeo



Fuente: Moody's Ratings

De la misma forma, los **niveles de default se mantienen históricamente bajos** a nivel global, alrededor del 4% anual vs un 13% durante la crisis del 2008, con una **previsión de continuo descenso**. Las **tasas de default son aún menores en Europa**, cercanas al 2% y el escenario base es que este indicador se encuentre entre el 2% y 3% hacia mediados del 2026 en la región

El **ratio de upgrades sobre downgrades** de calificaciones **refleja mejoras en la calidad crediticia** de los emisores, poniendo de relieve la **solvencia de sus balances y la solidez de sus operaciones**.

Capex. La falta de proyectos rentables merma su evolución, claramente orientada a la temática IA

Perspectivas económicas mejorando desde el susto tarifario...



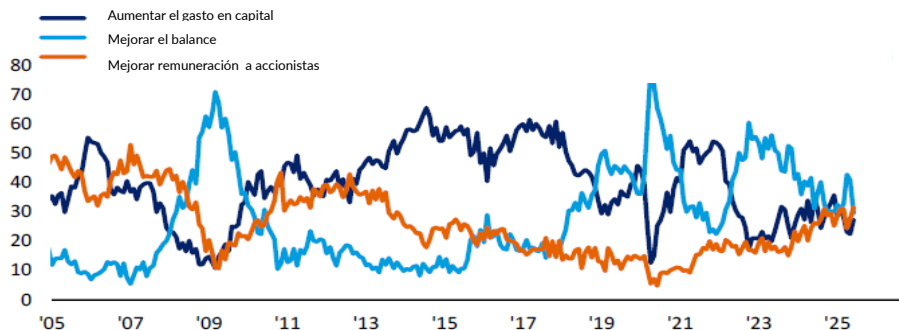
Se mantiene la atonía en los nuevos proyectos, sin contar con la inversión de los hiper-escaladores en cadena de valor IA (MSFT, AMZN, GOOGL y META)



Inversores ven la salud financiera en mejor forma desde 2016...

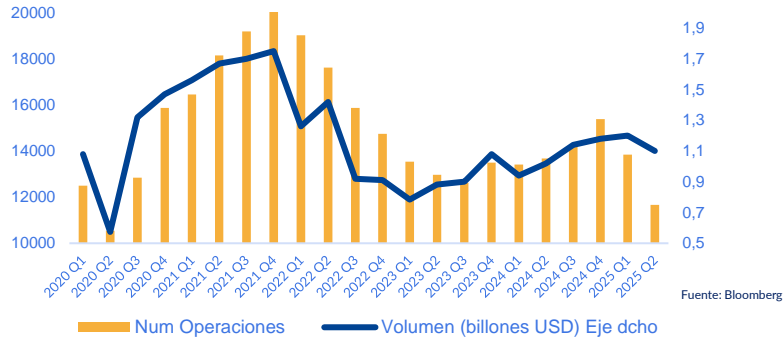


... por lo que los inversores demandan mayor remuneración al accionista en caso de no encontrar proyectos rentables

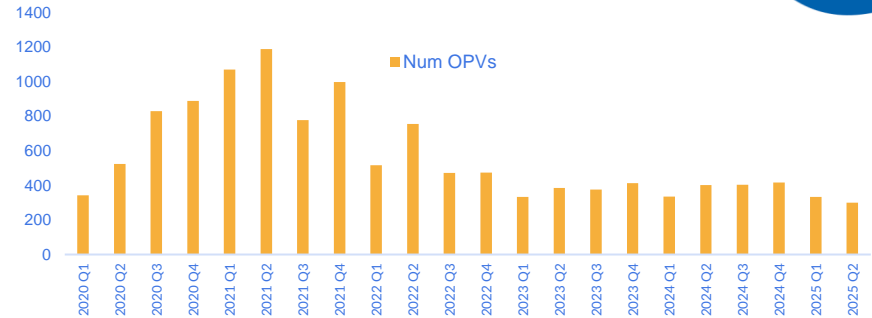


Actividad corporativa. Tanto M&A como OPVs no acaban de acelerar

La operativa en fusiones y adquisiciones no acaba de traccionar...

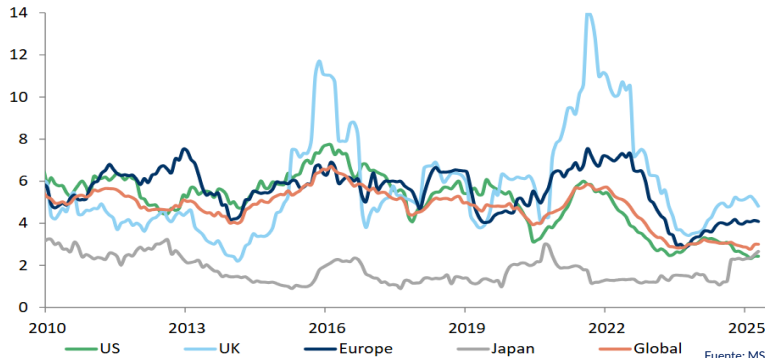


Con unos niveles de OPVs aún presionados por la falta de acuerdo en valoración entre vendedores e inversores

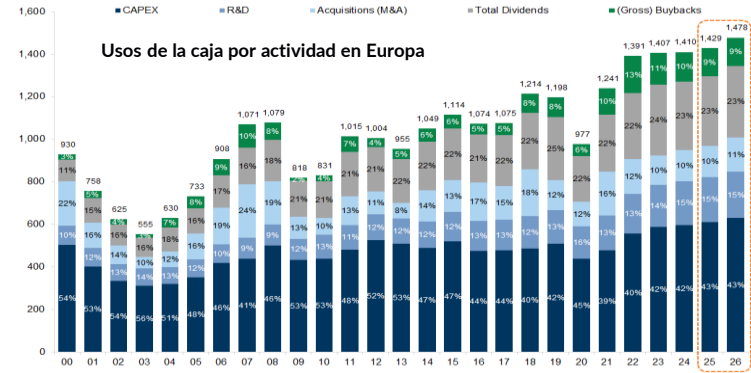


Los volúmenes en global siguen en niveles deprimidos...

12m Valor total M&A por región (% Capitalización bursátil)

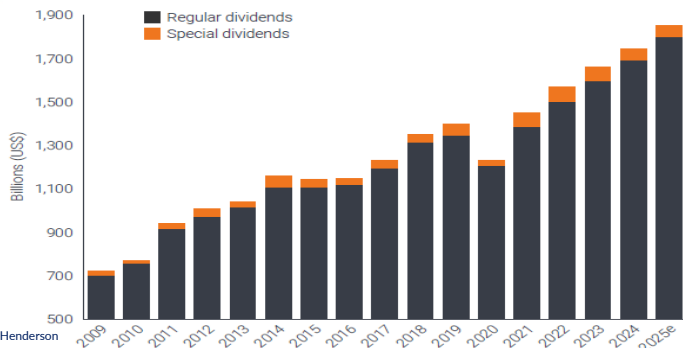


Europa ya solo destina un 10% a M&A desde 15% pre-pandemia

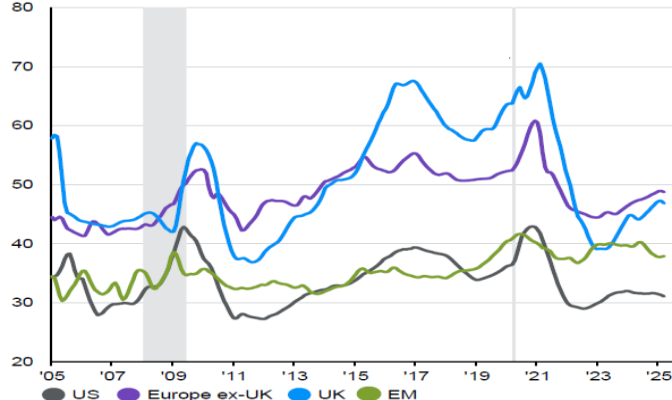


Remuneración al accionista. A falta de inversión se mantiene la disciplina corporativa

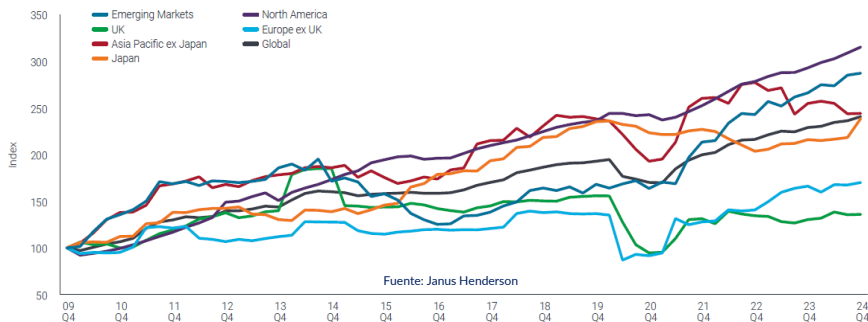
Se espera un incremento del 5,3% de los dividendos mundiales en 2025



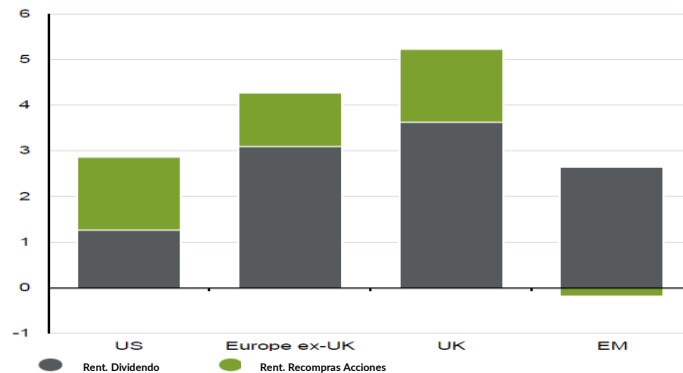
Dividendos, payout ratios (%). Media Móvil 3 meses.



Aceleración en el pago de dividendos ex Asia-Pacífico. USA +8,7%; Europa +5,6%; China +17,8%



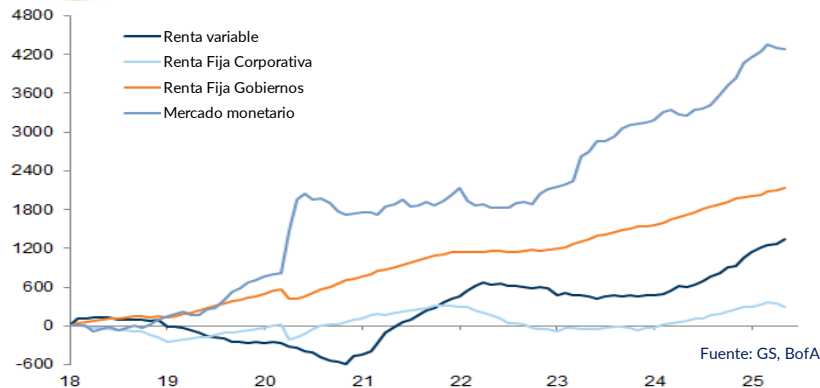
Rentabilidad por dividendo y recompra de acciones (%)



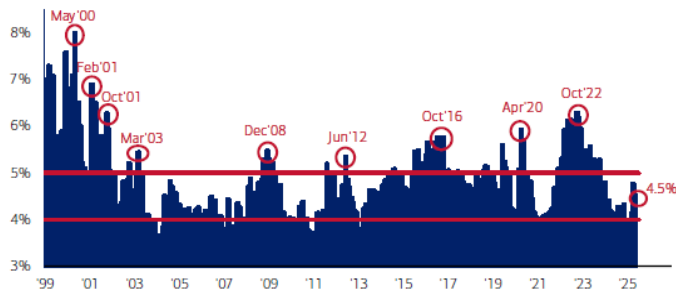
Fuente: JP Morgan

Menor temor a la recesión, pero posicionamiento aún defensivo

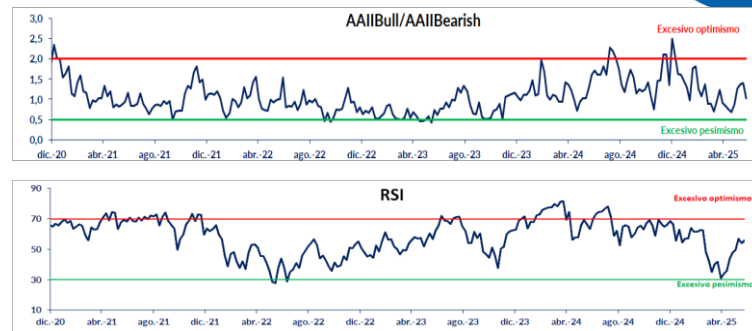
Evolución flujos de dinero acumulados por tipo de activo (millardos usd)



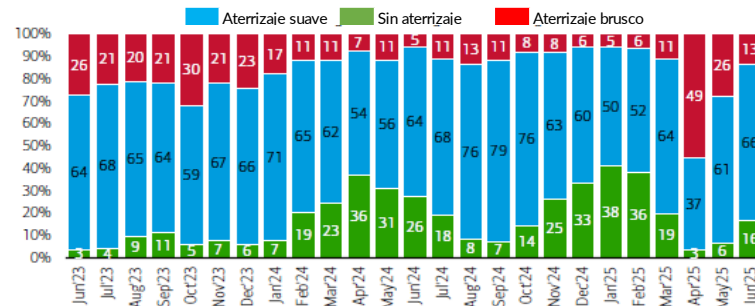
Niveles de liquidez razonables abogan por mayor espacio para activos de riesgo



Indicadores técnicos de mercado apuntan a una neutralidad en el corto plazo

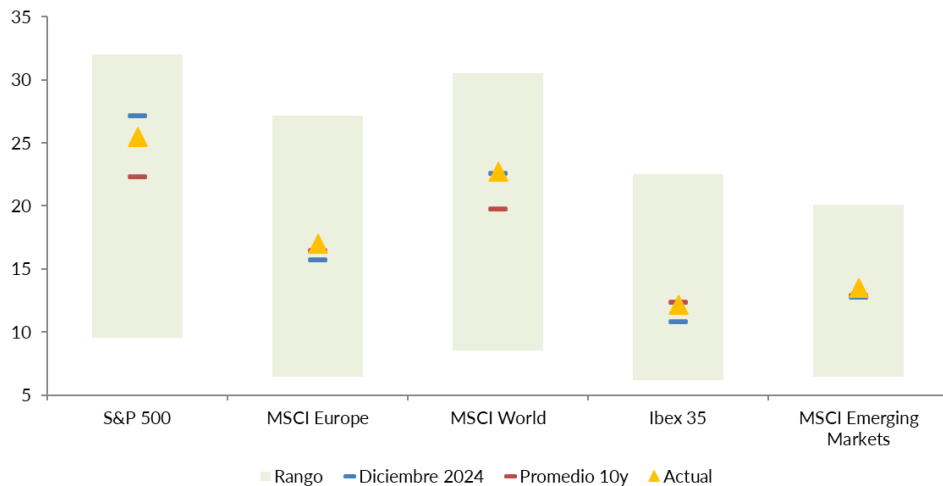


Las expectativas de recesión en los próximos 12 meses siguen moderadas

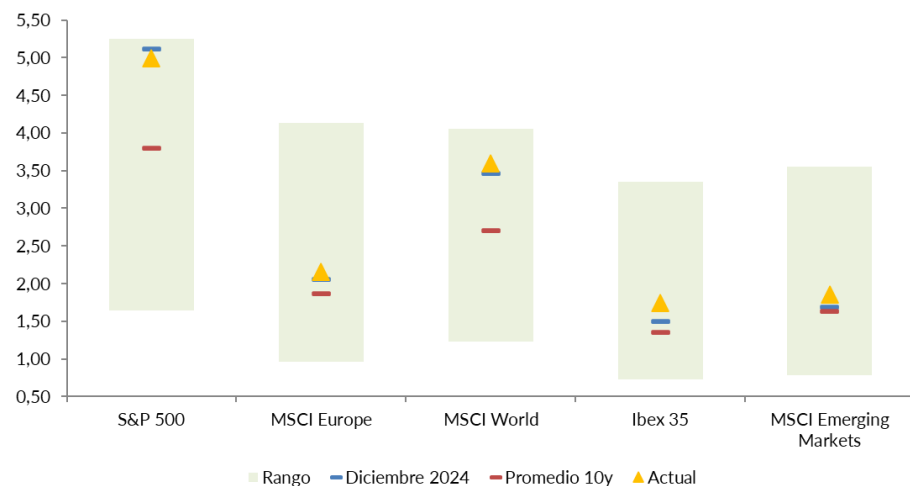


Valoraciones. En promedios históricos fuera de Estados Unidos, que sigue en niveles exigentes

Precio sobre Beneficios (PER, x)



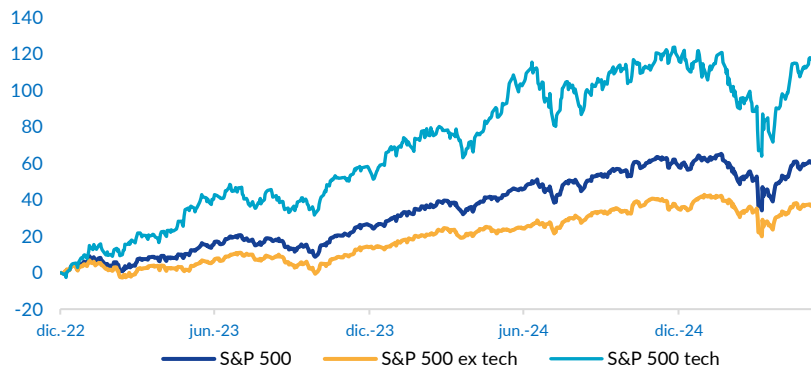
Precio sobre Valor Contable (P/B, x)



Fuente: Caja Ingenieros Gestión, Bloomberg
con datos a cierre de junio 2025

Las compañías norteamericanas de gran capitalización siguen liderando el mercado

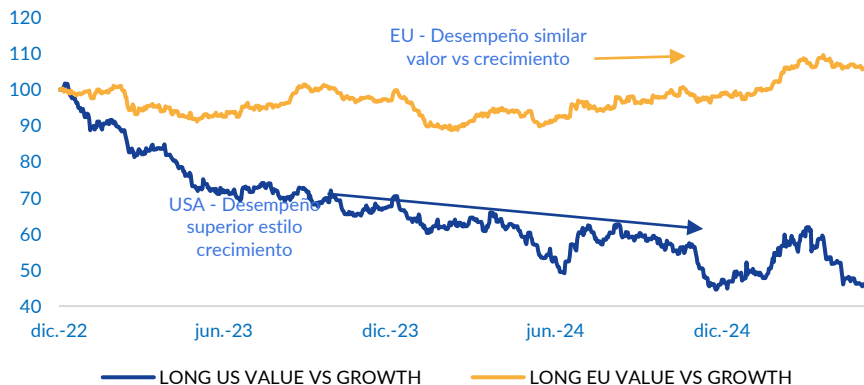
La evolución de los índices USA muy dependientes del índice tecnológico



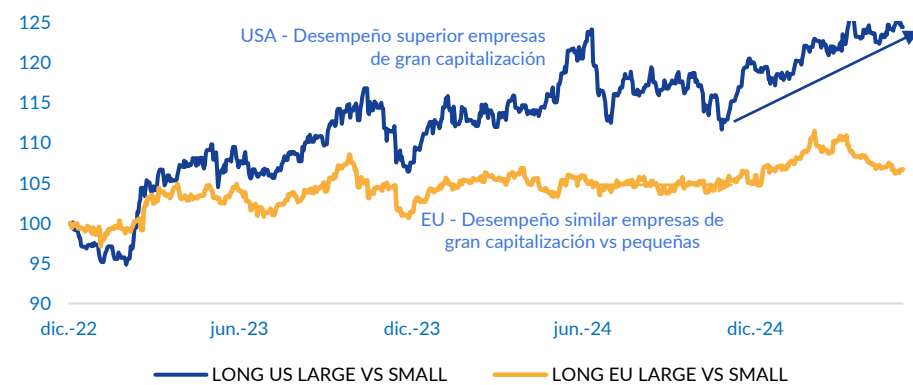
Divergencia entre USA y el resto del mundo



En general, el estilo crecimiento sigue siendo el preferido de los inversores



Y en un entorno de tipos elevados, las grandes compañías lideran las rentabilidades

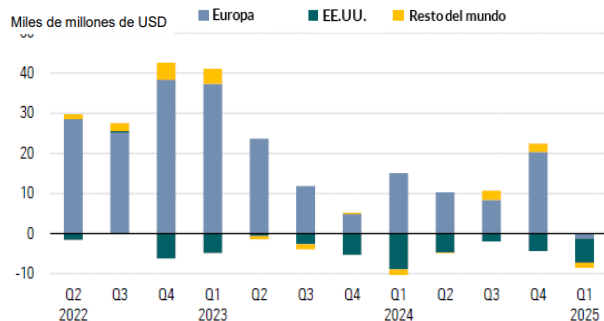


Fuente: Bloomberg. Elaboración propia. Datos a 06/06/25

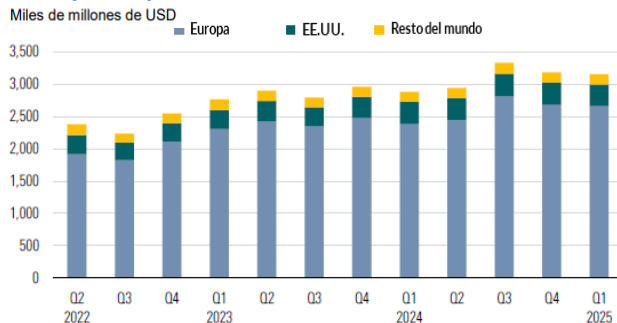
ISR. Se mantiene el desinterés en vehículos con temática ISR en 2025

Europa sufrió su primer trimestre con salidas netas, EE.UU. registró su 10.º trimestre consecutivo de salidas.

Evolución de los flujos trimestrales en fondos ASG



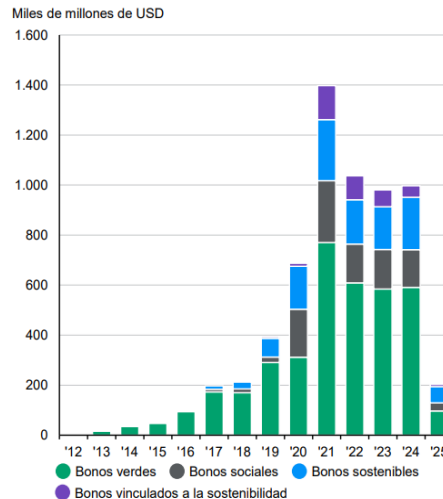
Europa acapara el 84% de los activos en fondos



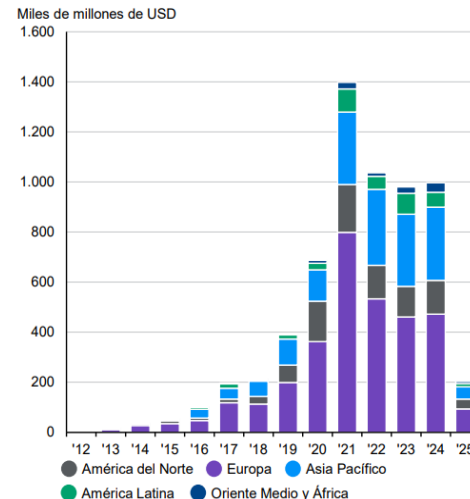
Fuente: Morningstar, a 24 de abril de 2025

Tras el crecimiento exponencial hasta 2021, la emisión de bonos verdes, sociales y sostenibles se ha moderado

Emisión de bonos verdes, sociales y sostenibles por tipo y región

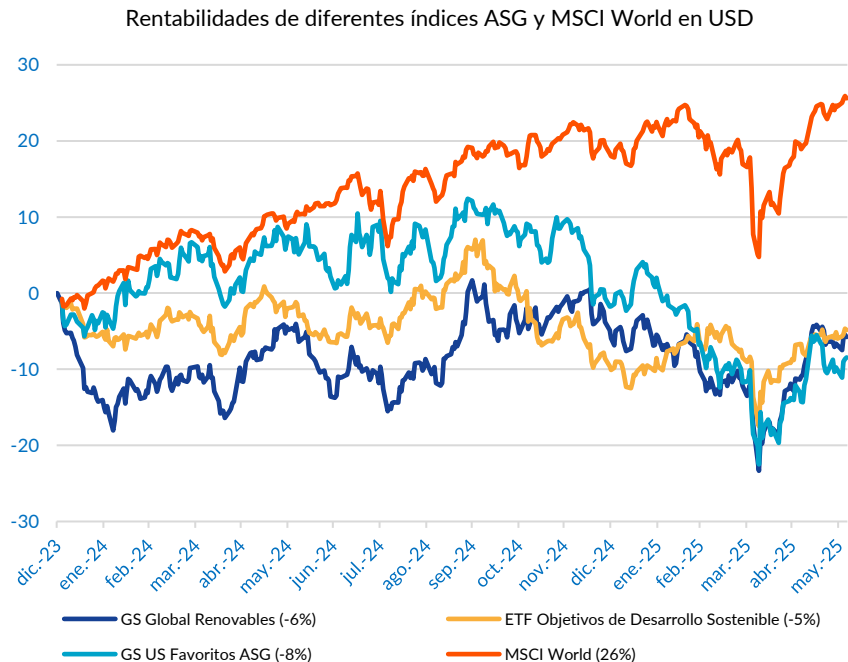


Fuente: JP Morgan, a 31 de marzo de 2025

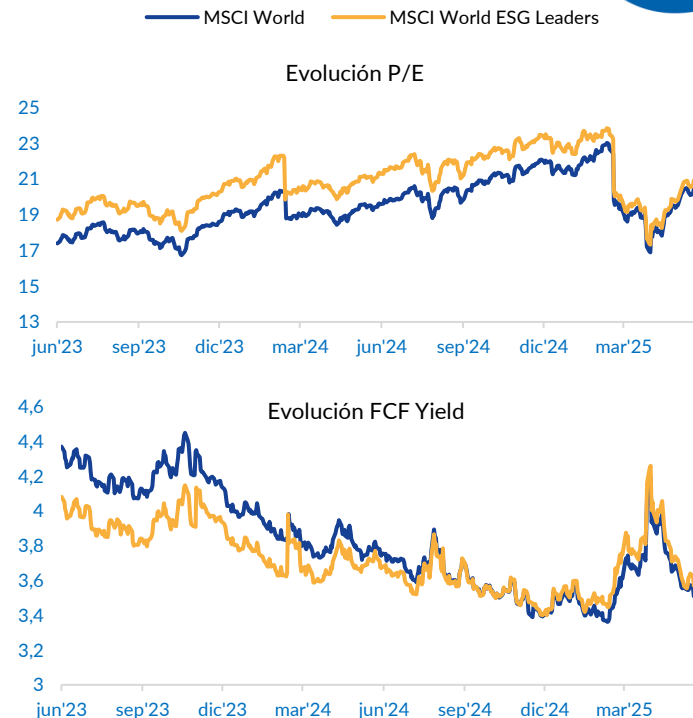


ISR. El desempeño de las compañías con foco en sostenibilidad sigue rezagado

Los vehículos en temáticas ASG obtienen peor desempeño relativo en los últimos 2 años, quedando muy lejos del MSCI World.



La prima de valoración ASG se ha diluido



Fuente: Bloomberg y Goldman Sachs. Elaboración propia. Datos a 06/06/25

DISCLAIMER

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, en cuyo Registro Oficial de Bancos se encuentra inscrita con el número 3025, y se encuentra habilitada para la prestación de servicios de inversión a clientes en España, bajo la supervisión a estos efectos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El presente documento constituye un informe de inversión elaborado por el departamento de Mercado de Capitales de CAJA INGENIEROS, con fines meramente informativos, a los efectos de las normas de conducta aplicables a los servicios de inversión en España.

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada. Los destinatarios de la misma son invitados a solicitar dicha información adicional que pueda ser facilitada por CAJA INGENIEROS, en el curso de la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, los destinatarios del presente informe son invitados a tener en consideración dicha información adicional de forma coherente con su contenido.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS no se hace responsable del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes.

En ningún caso la información contenida en el presente documento se basará en consideraciones de las circunstancias personales de los destinatarios de dicha información y asimismo tampoco consistirá en recomendación personalizada para realizar la compra, venta, suscripción, canje, reembolso o el mantenimiento o aseguramiento de un instrumento financiero específico, como tampoco ejercitar o no, cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para compra, venta, suscripción, canje o reembolso del mismo, sino que se trata de una información orientativa general.

En cuanto a los precios objetivos que se puedan desprender del análisis efectuado por el Departamento de Mercado de Capitales de Caja de Ingenieros, éstos quedan sujetos a criterios de análisis fundamental y técnico, ponderando en cada caso los métodos que, en función de su propia opinión, se adecuan mejor a cada compañía en particular. Salvo indicación expresa en contrario, todos los precios objetivos se fijan con un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización, ni deben ser entendidos como indicaciones ni recomendaciones de inversión.

La información contenida en el presente informe hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El sistema retributivo del/los analista/s que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo CAJA INGENIEROS, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en el presente informe ni al sentido de las recomendaciones en él detalladas.

Los miembros del Departamento de Mercado de Capitales de CAJA INGENIEROS podrán disponer a título personal acciones de alguna/s de las compañías que se mencionan en los informes, o alguna de sus filiales y/o participadas.

