

1. Entorno macroeconómico

1.1. Entorno global

Estados Unidos continúa con la desescalada de las tensiones comerciales, a la espera de la decisión que deberá tomar el 9 de julio, fecha en la que vence la pausa de noventa días sobre los aranceles recíprocos (aquellos que superan el arancel universal del 10 %). No obstante, en respuesta a una sentencia judicial que cuestionaba la capacidad legal del presidente estadounidense para imponer aranceles a otros países, Trump anunció la duplicación de los aranceles sobre el aluminio y el acero, del 25 % al 50 %. Tras la apelación presentada por la administración Trump, la sentencia permanece suspendida, lo que permite mantener legalmente dichos aranceles vigentes hasta el 31 de julio.

La desescalada también se ha extendido a China, principal destinatario de las sanciones comerciales. **Tras negociaciones entre las delegaciones de ambos países, se acordó una nueva reducción arancelaria:** los aranceles aplicados por Estados Unidos se sitúan en el 55 %, mientras que los aplicados por China, en el 10 %. Como parte del acuerdo, China ha levantado, durante seis meses, las restricciones impuestas a la exportación de tierras raras hacia Estados Unidos — generalmente usadas en aplicaciones de alta tecnología—, una de las prioridades del gobierno estadounidense.

El impacto de los aranceles y de la incertidumbre asociada empieza a hacerse sentir, aunque no de forma generalizada. Los efectos sobre la actividad y los precios suelen producirse con cierto retraso y, a veces, se ven amortiguados al ser absorbidos por los márgenes de fabricantes, importadores, distribuidores o minoristas. Una primera evidencia de este impacto se observó en el aumento de los flujos comerciales hacia Estados Unidos procedentes de terceros países durante la parte final de 2024 y los primeros meses de 2025, con el objetivo de evitar la posible entrada en vigor de los aranceles del Liberation Day. Este repunte de las exportaciones impulsó el crecimiento del PIB en diversos países europeos y asiáticos durante el primer trimestre de 2025 y dificultó la interpretación de los datos de actividad en Estados Unidos en ese mismo periodo.

Más recientemente, se han identificado indicios de impacto. Destaca, por ejemplo, la fuerte caída en las exportaciones desde China hacia Estados Unidos, que en mayo registraron una contracción interanual del -34,5 % (abril de 2025: -21,0 %), a pesar de que las exportaciones chinas, en agregado, crecieron un 4,8 % interanual. Otra microevidencia se refleja en los datos de inflación en Estados Unidos: aunque esta se mantiene en niveles moderados, algunas categorías ya empiezan a mostrar aumentos más significativos, como es el caso de los juguetes (+1,3 % mensual en mayo) o los grandes electrodomésticos (+4,3 %).

En Estados Unidos, la administración Trump centra su atención en la inmigración y la fiscalidad. La Cámara de Representantes ha aprobado un primer borrador de la legislación propuesta por Trump, que incluye buena parte de sus promesas electorales en materia fiscal. El texto está pendiente de revisión en el Senado, que recientemente ha publicado su propia versión actualizada, paso previo a su aprobación por ambas cámaras y por el presidente.

Entre las principales medidas recogidas en el texto destacan: (i) la extensión de los recortes impositivos aprobados en 2017; (ii) el aumento de la deducción fiscal por cobros de la Seguridad

Social y por el pago de impuestos estatales y locales; y (iii) la exención del pago de impuestos sobre propinas y horas extra.

La legislación también incorpora medidas que promueven la agenda del presidente Trump, como la posibilidad de imponer un impuesto al patrimonio de las universidades —en el contexto del conflicto entre la administración y algunas instituciones académicas por sus políticas de diversidad e inclusión—, así como una profunda reforma del sistema migratorio. Esta incluye un incremento del gasto en control fronterizo y migratorio, la introducción de restricciones a la inmigración y al asilo e incluso un impuesto sobre las remesas enviadas a terceros países.

En paralelo, la administración ha adoptado un enfoque más agresivo respecto a la inmigración y ha propuesto el uso del ejército y la Guardia Nacional para gestionar los flujos migratorios. Algunos estados del país han denunciado estas prácticas por considerar que invaden competencias estatales.

Israel ha atacado infraestructuras asociadas al programa nuclear de Irán y, posteriormente, otras infraestructuras clave, aunque, por ahora, ha evitado objetivos relacionados con la industria de hidrocarburos del país persa. Irán ha respondido con represalias comedidas y proporcionales.

Estados Unidos, por su parte, ha respaldado las acciones de Israel, y algunos mensajes del presidente Trump, que apuntaban a una posible implicación directa del país en el conflicto, supusieron una escalada.

Estratégicamente, el paso de petroleros por el estrecho de Ormuz no ha sido amenazado ni interrumpido en ningún momento. Este estrecho es de gran importancia, ya que por él transita en torno al 20 % de la producción global de crudo y un tercio de los flujos internacionales, desde los países del golfo Pérsico hacia los mercados globales.

Estas tensiones se producen en un contexto en el que las negociaciones entre Irán y Estados Unidos sobre su programa nuclear no estaban registrando avances, e Irán había limitado el acceso a sus centros de producción asociados a dicho programa.

En términos estratégicos, las victorias relativas de Israel y Estados Unidos sobre aliados regionales de Irán —como el Líbano, Hamás, Hezbolá o los hutíes del Yemen— han llevado a Israel a adoptar una posición más asertiva en sus relaciones internacionales.

El conflicto entre Rusia y Ucrania permanece abierto a pesar de las repetidas llamadas del presidente Trump a un alto el fuego y al inicio de negociaciones. La posición de la administración Trump respecto a Rusia, en relación con las sanciones impuestas por Estados Unidos en años anteriores, ha sido más acomodaticia, como reflejaron sus declaraciones durante la cumbre de líderes del G-7 y la ausencia de cualquier referencia al conflicto en el comunicado oficial del encuentro. Por su parte, Ucrania orquestó un ataque sorpresa con drones contra infraestructuras militares en territorio ruso, que habría limitado la capacidad de acción del ejército ruso debido a la pérdida significativa de aviones.

1.2. Entorno económico

La OCDE ha revisado nuevamente a la baja sus perspectivas de crecimiento, con una corrección sustancial para Estados Unidos y más moderada para China y otras economías. Por el contrario, mantiene sus previsiones para la zona euro tanto para 2025 (1,0 %) como para 2026 (1,2 %). El organismo advierte de un aumento de los riesgos asociados al proteccionismo, la incertidumbre en política monetaria y la fiscalidad en algunas economías.

En Estados Unidos, los datos muestran resiliencia a la espera del impacto de los aranceles. El mercado laboral registró en mayo una sólida creación de empleo y una tasa de paro que se mantiene relativamente baja, en el 4,2 %. Los índices de confianza empresarial apuntan a cierta estabilización, con un mejor comportamiento del sector servicios frente al manufacturero, este último lastrado por las componentes de precios pagados, nuevos pedidos y pedidos de exportación.

Por su parte, la inflación de mayo sorprendió a la baja al aumentar un 0,1 % mensual, hasta el 2,4 % interanual (abril de 2025: 2,3 %). Es el cuarto mes consecutivo en el que este dato queda por debajo de las expectativas del consenso, lo que sugiere, por ahora, un menor impacto de los aranceles ya vigentes sobre los precios domésticos.

En la zona euro, la mejora cíclica que se venía registrando muestra señales de agotamiento. El buen comportamiento de las exportaciones —que buscan evitar los aranceles—, la mayor estabilidad política en Francia y Alemania y los anuncios de expansión fiscal en materia de defensa e infraestructuras en Alemania y en el conjunto de la UE, que habían impulsado la actividad en la primera parte del año, han perdido fuerza. Así, la producción industrial en la zona euro registró un retroceso del -2,4 % mensual en abril, con lo que el ritmo interanual de crecimiento se moderó hasta el 0,8 % (marzo de 2025: 3,7 %), mientras que los indicadores de confianza empresarial se han estabilizado en niveles moderados.

En este contexto, por ejemplo, el Banco de Francia ha revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento para la economía gala tanto para 2025 (hasta el 0,6 % desde el 0,7 %) como para 2026 (hasta el 1,0 % desde el 1,2 %). La inflación, por su parte, se moderó en la zona euro en mayo más de lo esperado por el consenso, hasta el 2,3 % interanual (abril de 2025: 2,7 %), deshaciendo la aceleración registrada en abril.

Los datos en España muestran un tono más mixto. En positivo, destacan los buenos datos de confianza empresarial en el sector manufacturero en mayo (50,5; abril de 2025: 48,1), que por primera vez en 2025 se situó en niveles compatibles con la expansión económica, así como los del sector turístico, que registró fuertes aumentos interanuales en las llegadas (+7 %, agregado entre abril y marzo para evitar efectos estacionales asociados a la Semana Santa) y en el gasto turístico (+10 %). Sin embargo, la producción industrial moderó su crecimiento hasta el 0,6 % interanual en abril (marzo de 2025: 0,9 %) y la confianza empresarial en el sector servicios se redujo hasta 51,3 (abril de 2025: 53,4), su menor nivel desde noviembre de 2023.

El Banco de España, en su informe mensual, rebajó sus previsiones de crecimiento económico hasta el 2,4 % en 2025 (previsión anterior: 2,7 %) y hasta el 1,8 % en 2026 (previsión anterior: 1,9 %). Finalmente, los precios inmobiliarios se aceleraron hasta el 12,3 % interanual en el primer trimestre de 2025, frente al 11,2 % del cuarto trimestre de 2024, mostrando los retos existentes en el sector inmobiliario [\[nota sobre sector inmobiliario\]](#).

Tabla 1. Cuadro macroeconómico

		Datos			Perspectivas 2025
		Último dato	Hace 3 meses	Hace 1 año	(FMI, abr-25)
Estados Unidos	PIB (% , interanual)	2,1	2,5	2,9	1,8
	IPC (% , interanual)	2,4	2,8	3,3	3,0
	Tasa de paro (%)	4,2	4,1	4,0	4,2
Zona euro	PIB (% , interanual)	1,5	1,2	0,5	0,8
	IPC (% , interanual)	1,9	2,3	2,6	2,1
	Tasa de paro (%)	6,2	6,3	6,4	6,4
España	PIB (% , interanual)	2,8	3,3	2,7	2,3
	IPC (% , interanual)	2,2	2,2	3,0	2,0
	Tasa de paro (%)	11,4	10,6	12,3	11,1

Fuente: Bloomberg y FMI.

2. Mercados de renta fija, divisas y materias primas

2.1. Bancos centrales

En su reunión del 5 de junio, el BCE redujo sus tipos de interés de referencia, tal como anticipaban los mercados financieros. A diferencia de decisiones anteriores, esta no contó con unanimidad.

Con esta medida, el BCE dejó el tipo de depósito en el 2,00 % y elevó el recorte acumulado hasta 200 puntos básicos desde mediados de 2024 y los máximos del ciclo monetario. En su rueda de prensa, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, indicó que los tipos de interés actuales son adecuados para la situación económica actual, lo que se interpretó como una señal de que el ciclo de bajadas del tipo rector podría estar acercándose a su final.

La próxima reunión del BCE tendrá lugar el 24 de julio, y el mercado asigna una probabilidad muy reducida a un nuevo recorte del tipo rector. Para todo 2025, el mercado solo prevé un recorte adicional del tipo rector.

En su reunión de junio, la Fed mantuvo inalterado el tipo rector, en una decisión unánime. La máxima autoridad monetaria valoró que la actividad económica se expande de forma sólida y que la inflación se mantiene algo elevada, aunque, en su rueda de prensa, se advirtió sobre la acusada incertidumbre existente en el entorno económico. El presidente de la Fed, Jerome Powell, destacó esta incertidumbre y expresó la voluntad de esperar a observar el impacto de los aranceles en la actividad y los precios antes de tomar nuevas decisiones. En este sentido, señaló que la política monetaria actual tiene un carácter solo “moderadamente restrictivo”.

En sus perspectivas, la Fed presentó un escenario más pesimista al reducir sus previsiones de crecimiento para 2025, del 1,7 % al 1,4 %, y para 2026, del 1,8 % al 1,6 %. Asimismo, aumentó sus estimaciones de inflación subyacente (basada en el deflactor del consumo personal) hasta el 3,1 % en 2025 (antes 2,8 %) y el 2,4 % en 2026 (antes 2,2 %). En cuanto a las perspectivas sobre el tipo rector por parte de los integrantes del Comité de Política Monetaria, existe una notable dispersión; en promedio, contemplan dos recortes en 2025 y solo uno en 2026, frente a los recortes inicialmente previstos para 2026.

En las últimas semanas, el presidente Trump ha insistido en la necesidad de que la Fed recorte los tipos de interés entre 100 y 250 puntos básicos, llegando a calificar a Powell de “persona estúpida”.

La próxima reunión de la Fed tendrá lugar el 30 de julio, y el mercado asigna una probabilidad reducida a un recorte de los tipos de referencia, alineándose con la visión promedio de los miembros del Comité de Política Monetaria, que prevén dos recortes en 2025 y dos adicionales en 2026.

En las últimas semanas, diversos bancos centrales han reducido sus tipos de interés de referencia, incluyendo los de Suiza (del 0,25 % al 0,00 %), Suecia (del 2,25 % al 2,00 %), Noruega (del 4,50 % al 4,25 %), India (del 6,00 % al 5,50 %), Corea del Sur (del 2,75 % al 2,50 %) y Nueva Zelanda (del 3,50 % al 3,25 %). El Banco de Japón, por su parte, mantuvo inalterado el tipo rector en el 0,50 %.

Tabla 2. Próximos eventos macrofinancieros

Fecha	Reunión/Evento	Comentario
24 de julio	Reunión del BCE	No se espera ninguna acción sobre el tipo rector
30 de julio	Reunión de la Fed	No se espera ninguna acción sobre el tipo rector

2.2. Renta fija

La rentabilidad de la deuda soberana ha estado sujeta a volatilidad, con ligeros retrocesos motivados por el dato de inflación en Estados Unidos —que incrementó la probabilidad de un recorte del tipo rector por parte de la Fed— y por el aumento de las tensiones bélicas en Oriente Medio. En sentido contrario, el buen dato de empleo del mes de mayo en Estados Unidos impulsó al alza las rentabilidades al mejorar las perspectivas económicas. En Europa, el tono menos constructivo de los datos de actividad ha sido un factor adicional que ha contribuido a ese retroceso.

El movimiento de aversión al riesgo provocado por el conflicto en Oriente Medio y el peor tono de los datos de actividad en la zona euro han propiciado un **cierto aumento de las primas de riesgo soberano en la región**. Este movimiento ha sido algo más acusado en el caso de la referencia

española, posiblemente asociado a la menor estabilidad política tras la publicación de un informe sobre una presunta corrupción de un alto cargo del PSOE.

Los *spreads* de crédito corporativo en euros se han mantenido relativamente constantes, en niveles próximos a los vigentes a principios de 2025, tanto en los bonos de alta calidad crediticia (*investment grade*) como en los de menor calidad crediticia (*high yield*), tras el fuerte repunte experimentado alrededor del Liberation Day.

2.3. Divisas y materias primas

El dólar se ha depreciado en el último mes, llegando a cotizar en mínimos del año, incluso por debajo de los niveles registrados en las jornadas posteriores al Liberation Day. Este movimiento estuvo impulsado por los buenos datos de inflación y empleo en Estados Unidos, que mejoraron las perspectivas económicas y redujeron la senda prevista de los tipos oficiales de la Reserva Federal, arrastrando a la baja la curva soberana del país. En sentido contrario, el conflicto entre Israel e Irán ha propiciado cierta recuperación del dólar, que se ha apreciado frente a sus principales cruces.

El precio del petróleo ha repuntado con fuerza a raíz de las hostilidades entre Israel e Irán, incluso en un contexto marcado por la falta de acuerdo entre los grandes productores —el grupo conocido como OPEP+, que incluye a la OPEP y a otros grandes productores— para limitar la producción. Así, la referencia Brent, que llegó a cotizar puntualmente por debajo de los 60 dólares por barril a principios de mayo, ha alcanzado niveles en torno a los 75 dólares por barril. Esta evolución ha respondido al alza ante los mensajes del presidente Trump, que apuntaban a una posible implicación de Estados Unidos en el conflicto, y a la baja ante señales que sugerían una mayor voluntad negociadora por parte del régimen iraní.

El oro ha mantenido una evolución favorable. El metal ha prolongado el buen comportamiento iniciado en el Liberation Day, a pesar de la desescalada en la guerra comercial y de las persistentes sorpresas a la baja en los datos de inflación en Estados Unidos. El aumento de las tensiones geopolíticas ha constituido un apoyo para su cotización en las últimas semanas.

Tabla 3. Evolución de los mercados de renta fija, divisas y materias primas

	Último dato	Hace 1 mes		Desde el 1 de enero		Hace 1 año	
		Nivel	Cambio	Nivel	Cambio	Nivel	Cambio
BCE - Tipo de refinanciación (%)	2,15	2,40	-25,0	3,15	-100,0	4,50	-235,0
BCE - Tipo de depósito (%)	2,00	2,25	-25,0	3,00	-100,0	4,00	-200,0
Euribor 3 meses (%)	2,04	2,08	-3,9	2,71	-67,8	3,71	-167,6
Euribor 12 meses (%)	2,11	2,09	1,5	2,46	-35,1	3,61	-150,4
Alemania: Bono 2 años (%)	1,84	1,84	0,0	2,08	-24,0	2,83	-98,6
Alemania: Bono 10 años (%)	2,52	2,61	-8,6	2,37	15,3	2,43	8,9
España: Bono 2 años (%)	2,03	2,03	-0,1	2,25	-22,7	3,15	-112,7
España: Bono 10 años (%)	3,23	3,22	0,7	3,06	16,6	3,30	-7,0
España: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	70,7	61,4	9,3	69,4	1,3	86,6	-15,9
Francia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	73,50	65,80	7,7	82,80	-9,3	76,80	-3,3
Italia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	99,80	99,60	0,2	115,50	-15,7	151,70	-51,9
Fed - Banda baja del tipo rector (%)	4,25	4,25	0,0	4,25	0,0	5,25	-100,0
Fed - Banda alta del tipo rector (%)	4,50	4,50	0,0	4,50	0,0	5,50	-100,0
Estados Unidos: Bono 2 años (%)	3,95	3,97	-2,5	4,24	-29,6	4,74	-79,1
Estados Unidos: Bono 10 años (%)	4,40	4,49	-9,0	4,57	-17,2	4,26	13,7
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>Investment grade</i>	60,24	56,46	3,8	57,65	2,6	61,18	-0,9
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>High yield</i>	308,67	295,74	12,9	313,06	-4,4	320,85	-12,2
Dólares por euro	1,153	1,128	2,16%	1,035	11,33%	1,070	7,71%
Libras esterlinas por euro	0,854	0,842	1,42%	0,827	3,26%	0,846	1,06%
Yenes por euro	167,5	163,1	2,72%	162,8	2,89%	170,1	-1,53%
Dólar (tipo de cambio efectivo)	98,6	100,1	-1,51%	108,5	-9,11%	105,3	-6,32%
Brent (dólares por barril)	77,2	65,4	18,06%	74,6	3,42%	85,7	-9,94%
Oro (dólares por onza)	3358,7	3290,1	2,08%	2624,5	27,97%	2360,1	42,31%

Fuente: Bloomberg.

3. Mercados de renta variable

En los últimos treinta días, la renta variable global ha alternado etapas de impulso y consolidación en respuesta a diversos eventos económicos y corporativos. La publicación de los datos de inflación en Estados Unidos ralentizó momentáneamente las subidas, mientras que las actas de la Reserva Federal reafirmaron la posibilidad de mantener los tipos. En Europa, los indicadores de confianza empresarial sorprendieron al alza, lo que favoreció a los sectores industrial y financiero. Los resultados trimestrales de las grandes tecnológicas ofrecieron señales mixtas, con ingresos por encima de las expectativas, pero con previsiones comedidas. Al mismo tiempo, las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y Asia mantuvieron un cierto nivel de cautela inversora.

En un plano más general, la temporada de resultados correspondiente al primer trimestre de 2025 se dio por concluida con la publicación, a finales de mayo, de las cuentas de uno de los grandes referentes del mercado, NVIDIA. En Estados Unidos, el S&P 500 sorprendió con un crecimiento del +0,75 % en ventas y del +7,58 % en beneficios. En términos interanuales, las ventas aumentaron un +4,55 % y los beneficios un +12,73 %. Por su parte, el Euro Stoxx 50 registró una sorpresa del -1,25 % en ventas y del +5,83 % en beneficios. En términos interanuales, las ventas subieron un +1,60 %, mientras que los beneficios sufrieron una caída del -3,40 %.

En cuanto al posicionamiento de los inversores, el contexto técnico a corto plazo en términos de flujos no es tan favorable como en semanas anteriores. Mientras los inversores minoristas parecen mantener la estrategia de “comprar en las caídas”, esta semana comienza la ventana de prohibición de recompras por parte de las compañías (*buyback blackout*), que se prolongará durante cinco semanas, siendo julio el mes estacionalmente más débil del año para este tipo de operaciones. Además, la capacidad de endeudamiento neto de los *hedge funds*, en todas sus estrategias, ha experimentado uno de los mayores aumentos de los últimos dos meses. Aunque este comportamiento podría interpretarse como un indicio de un nuevo impulso más amplio en favor de los activos de riesgo, es probable que el ritmo de reapalancamiento se modere ante las actuales tensiones geopolíticas. Por último, nos adentramos en el cierre trimestral del proceso de reasignación de carteras de los fondos de pensiones, lo que probablemente provocará ajustes significativos, especialmente teniendo en cuenta el reciente repunte y la cercanía a máximos históricos, factores que podrían limitar impulsos de compra por parte de estos agentes.

Tabla 4. Evolución de los mercados de renta variable

	Último dato	Hace 1 mes		Desde el 1 de enero		Hace 1 año	
		Nivel	Cambio	Nivel	Cambio	Nivel	Cambio
Euro Stoxx 50 (Europa)	5243,12	5454,65	-3,88%	4895,98	7,09%	4947,73	5,97%
IBEX 35 (España)	13870,80	14323,40	-3,16%	11595,00	19,63%	11160,50	24,28%
DAX (Alemania)	23258,63	24036,11	-3,23%	19909,14	16,82%	18254,18	27,42%
CAC (Francia)	7598,11	7942,42	-4,34%	7380,74	2,95%	7671,34	-0,95%
FTSE MIB (Italia)	39332,43	40522,44	-2,94%	34186,18	15,05%	33675,15	16,80%
Dow Jones Industrial (Estados Unidos)	42171,66	42677,24	-1,18%	42544,22	-0,88%	39134,76	7,76%
S&P 500 (Estados Unidos)	5980,87	5940,46	0,68%	5881,63	1,69%	5473,17	9,28%
NASDAQ (Estados Unidos)	21719,69	21367,37	1,65%	21012,17	3,37%	19752,30	9,96%
Russell 2000 (Estados Unidos)	2112,96	2105,58	0,35%	2230,16	-5,25%	2017,39	4,74%
Nikkei 225 (Japón)	38403,23	37529,49	2,33%	39894,54	-3,74%	38633,02	-0,59%
Hang Seng (Hong Kong)	8527,07	8589,08	-0,72%	7289,89	16,97%	6556,10	30,06%

Fuente: Bloomberg.

Tabla 5. Evolución sectorial de los principales índices de renta variable

IBEX 35 (España)		EUROSTOXX 50 (Europa)		DOW JONES (Estados Unidos)	
Health Care	18,1%	Energy	8,2%	NullGroup	#####
Information Technology	15,2%	Utilities	7,1%	Communication Services	5,3%
Energy	13,4%	Industrials	2,9%	Information Technology	3,7%
Utilities	7,6%	Consumer Staples	1,8%	Energy	3,2%
Real Estate	7,4%	Financials	1,7%	Health Care	2,8%
Communication Services	6,8%	Materials	0,3%	Materials	1,2%
Consumer Staples	3,1%	Information Technology	-0,5%	Real Estate	1,1%
Financials	2,4%	Health Care	-2,6%	Industrials	0,7%
Materials	2,1%	Communication Services	-3,6%	Utilities	0,0%
Industrials	-0,1%	Consumer Discretionary	-5,7%	Consumer Staples	-0,6%
Consumer Discretionary	-4,0%			Consumer Discretionary	-1,1%

Fuente: Bloomberg.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025. Está habilitada para prestar servicios de inversión a clientes en España. La Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisa estos servicios.

Los informes del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se elaboran con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa, y están sujetos a cambios sin previo aviso. Aunque la información se basa en fuentes consideradas como fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de dichas fuentes.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que podrá ser facilitada por CAJA INGENIEROS durante la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, se recomienda que los destinatarios del presente informe consideren dicha información adicional de manera coherente con su contenido.

La información contenida en los informes 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.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo de los analistas 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 los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS pueden disponer, a título personal, de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden, en cada momento, mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o *warrants* de alguna/s de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesada en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés del socio/a y de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique a los socios/as ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operatoria personal de los miembros del Departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, así como todos los profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión, están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de valores de CAJA INGENIEROS.

© Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, incluso citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. *All rights reserved.*