

1. Entorno macroeconómico y financiero

1.1. Entorno geopolítico

Se observa un cierre parcial y temporal, con cierta incertidumbre en la guerra comercial de Trump. La administración Trump anunció acuerdos comerciales con algunos de los principales socios del país, con tasas, en general, significativamente inferiores a las inicialmente previstas en el Liberation Day. Los acuerdos alcanzados establecen tasas arancelarias del 0 % para las exportaciones de productos estadounidenses, mientras que las importaciones hacia Estados Unidos presentan las siguientes tarifas:

- **UE:** arancel del 15 % para las exportaciones europeas, con pocas excepciones. En el sector automovilístico, este 15 % actuará como arancel máximo.
- **Canadá:** arancel de 35 %, superior al inicialmente propuesto, posiblemente relacionado con el anuncio del posible reconocimiento del estado de Palestina por parte del país.
- **India y Brasil:** arancel del 50 %. En India, se debe a la compra de petróleo ruso, aunque, arbitrariamente, otros importadores de crudo ruso no se ven afectados por este arancel. En Brasil, está vinculado al proceso judicial abierto por intento de golpe de Estado contra el expresidente Bolsonaro.
- **Suiza:** arancel del 39 %. El país helvético ha centrado sus negociaciones en el sector farmacéutico, aunque sin éxito en las negociaciones bilaterales.
- **Malasia, Tailandia y Vietnam:** arancel del 19 % y del 20 % para Vietnam. Estos acuerdos se han enfocado principalmente en el arancel sobre las reexportaciones, que se fija en el 40 %.

China y México lograron sendas extensiones en la suspensión de los aranceles, que se mantienen en el 30 % y 25 %, respectivamente. Ambos países seguirán negociando posibles acuerdos comerciales durante las prórrogas de 90 días sobre los aranceles: la de China, anunciada el 11 de agosto, y la de México, anunciada el 31 de julio.

Revés judicial para los aranceles de Trump, después de que la corte de apelaciones concluyera que la mayoría de aranceles impuestos por la administración no serían legales, al no contar Trump con los poderes necesarios para invocar la legislación correspondiente. La administración tiene hasta el 14 de octubre para presentar un recurso ante el Tribunal Supremo de Estados Unidos, posibilidad que el propio presidente Trump confirmó mediante un mensaje en su red social.

En Francia, el primer ministro François Bayrou anunció un voto de confianza sobre su gobierno, que tendrá lugar el 8 de septiembre, ante la dificultad de su ejecutivo para aprobar un nuevo presupuesto y/o medidas de contención del déficit público. Este hecho representa un nuevo episodio de inestabilidad política en el país galo, asociado a la relativa debilidad del ejecutivo del presidente Macron y a sus dificultades para aprobar las cuentas públicas. Cabe recordar que Bayrou ocupa el cargo desde diciembre de 2024, tras un episodio similar en el que su predecesor, Michel Barnier, no logró aprobar el presupuesto público de 2025. Todo ello ha incrementado la probabilidad de elecciones anticipadas, salvo que Bayrou consiga un acuerdo de última hora con alguno de los partidos actualmente en la oposición.

En el frente geopolítico, la atención se centró en el conflicto entre Ucrania y Rusia, y en particular en dos cumbres. La primera se celebró en Alaska entre el presidente ruso, Vladimir Putin, y Trump, y concluyó sin grandes acuerdos, a pesar de algunas declaraciones previas de Trump sobre un posible pacto que incluyera cesiones territoriales por parte de Ucrania. La segunda cumbre tuvo lugar en la Casa Blanca, con la participación de Trump, el presidente de Ucrania y diversos líderes europeos, y tampoco produjo avances significativos más allá de constatar la dificultad de lograr progresos diplomáticos en este conflicto.

1.2. Entorno económico

El FMI destaca la aparente resiliencia de la economía global, apoyada en avances de actividad destinados a mitigar los efectos de los aranceles, la expansión fiscal en diversos países y una relajación de las condiciones financieras, favorecida por la debilidad del dólar estadounidense. Por el contrario, la incertidumbre sobre la política comercial se mantiene elevada y constituye el principal factor explicativo de la desaceleración económica prevista por el organismo. El FMI advierte sobre los riesgos geopolíticos y su impacto en las condiciones financieras, así como sobre los riesgos fiscales y su repercusión en las condiciones financieras globales.

En Estados Unidos, los datos de empleo de julio sugieren una mayor debilidad que la estimada hasta entonces. A la creación relativamente reducida y por debajo de las expectativas (73.000 puestos de trabajo), se suma una fuerte revisión a la baja de los datos de meses anteriores, lo que indica que la creación de empleo se ha mantenido prácticamente estancada en los últimos meses. Los datos de empleo se ven afectados por la política migratoria de la administración Trump, que limita el dinamismo de la oferta laboral. A pesar de la reducida creación de empleo, la tasa de paro se mantuvo en el 4,2 % y la dinámica salarial se aceleró hasta el 3,9 % interanual (jun25: 3,8 %). Según la estimación preliminar, el PIB del segundo trimestre de 2025 se expandió a una tasa trimestral del 0,7 %, lo que permitió superar la contracción registrada en los primeros meses del año. Por su parte, los índices de confianza empresarial mostraron un comportamiento dispar: el PMI del sector manufacturero se contrajo en julio, pero registró una fuerte expansión en agosto (53,3; jul25: 49,8; jun25: 52,9), mientras que el PMI del sector servicios se mantuvo en niveles elevados en julio (55,4; jun25: 55,7). En cuanto a la inflación, esta se mantuvo en julio en el 2,7 % interanual, mientras que la tasa subyacente se aceleró hasta el 3,1 % (jun25: 2,9 %).

En China, los datos confirman una estabilización de la economía, a pesar de algunas señales adversas. En julio, la producción industrial se desaceleró hasta el 5,7 % (jun25: 6,8 %) y las ventas minoristas hasta el 3,7 % (jun25: 4,8 %), lo que apunta a cierta debilidad de la economía doméstica en un contexto en el que los indicadores de confianza empresarial se mantienen por debajo de 50, nivel que separa la expansión de la contracción económica. A pesar de ello, los datos de comercio internacional mostraron una aceleración inesperada de las exportaciones en julio (7,2 %; jun25: 5,8 %). Por su parte, los precios siguen sin mostrar dinamismo, y la inflación de julio se situó en el 0,0 % interanual, frente al 0,1 % del mes anterior.

En la zona euro, el entorno económico muestra señales mixtas. El PIB del segundo trimestre de 2025 se expandió un 0,1 % trimestral, tras el 0,6 % del primer trimestre, ambos datos distorsionados por el sector exterior en el contexto del Liberation Day, mientras que las ventas minoristas de junio se aceleraron hasta el 3,1 % interanual (may25: 1,9 %). En relación con la inflación, el dato de julio mostró estabilidad, con el índice general en el 2,0 % y la tasa subyacente en el 2,3 %. Por países, en **Alemania** destacan ciertas divergencias entre los indicadores adelantados y los datos coincidentes. A pesar de que el índice de confianza empresarial IFO de agosto alcanzó un máximo desde abril de 2024 y el PMI manufacturero de agosto un máximo desde mediados de 2022, la producción industrial de junio registró una nueva contracción hasta el -3,6 % interanual (may25: -0,2 %). Esto es coherente con el mayor optimismo generado por el impulso fiscal anunciado y los acuerdos comerciales alcanzados, así como con el hecho de que sus efectos aún no se han materializado. Por el contrario, en **Francia** el tono económico resulta algo más positivo, motivado por el dato del PIB del segundo trimestre de

2025, que superó las expectativas y creció un 0,3 % trimestral, a pesar de cierto deterioro en los índices de confianza empresarial.

España sigue destacando de forma positiva respecto a la zona euro. El PIB del segundo trimestre de 2025 sorprendió al alza, con un crecimiento del 0,7 % trimestral (1T25: 0,6 %), mientras que la tasa de paro continuó reduciéndose hasta el 10,3 % de la población activa (1T25: 11,4 %). En este contexto, las ventas minoristas mantuvieron un dinamismo elevado en julio y la producción industrial registró en junio una ligera aceleración hasta el 2,3 % interanual (may25: 1,7 %) en términos desestacionalizados. Los índices de confianza empresarial repuntaron en julio, de forma ligera en el sector manufacturero (51,9; jun25: 51,4) y más marcada en el sector servicios (55,1; jun25: 51,9). En este entorno de bonanza económica y presión demográfica, el sector inmobiliario está ganando dinamismo. El volumen de concesión de préstamos hipotecarios estaría aumentando a tasas superiores al 45 % interanual en los últimos meses, el número de hipotecas constituidas crece por encima del 30 % interanual y las transacciones inmobiliarias avanzan por encima del 20 % interanual.

Tabla 1. Cuadro macroeconómico

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

Fuente: Bloomberg y FMI.

1.3. Entorno financiero

El BBVA anunció su intención de proseguir con su OPA sobre Banco Sabadell, tras las exigentes condiciones propuestas por el Gobierno, que incluían la obligación de mantener durante un periodo de tres años (prorrogables hasta dos más) una personalidad jurídica y un patrimonio separados, así como autonomía en la gestión de su actividad. Esta autonomía abarca las decisiones relativas a financiación y crédito, recursos humanos, red de oficinas, servicios y obra social. La gestión de ambas entidades deberá regirse por criterios de interés general. Por su parte, **la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Banco Sabadell acordó por unanimidad la venta de su filial británica, TSB,** al Grupo Banco Santander. La OPA está pendiente de la autorización por parte de la CNMV, prevista para septiembre, momento a partir del cual se abrirá un periodo de 30 a 70 días para la posible aceptación por parte de los accionistas de Banco Sabadell.

El BBVA ha presentado un recurso ante el Tribunal Supremo por las condiciones impuestas por el Consejo de Ministros a la operación, que incluyen, *de facto*, un impedimento para la fusión durante al menos tres años, susceptible de extenderse hasta cinco. En su escrito, el BBVA considera que las medidas del Gobierno podrían causar un perjuicio irreparable a sus intereses legítimos y aclara que, en cualquier caso, este recurso no interfiere con el proceso de la OPA.

2. Mercados de renta fija, divisas y materias primas

2.1. Bancos centrales

2.1.1. BCE

El BCE mantuvo inalterados sus tipos de referencia, tras haberlos recortado en siete reuniones consecutivas. En su valoración de la situación económica, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, afirmó que los riesgos sobre la actividad están sesgados a la baja debido a las tensiones comerciales y geopolíticas, así como al deterioro del sentimiento en los mercados financieros. En relación con la inflación, Lagarde señaló que se encuentra en el nivel objetivo del BCE, aunque advirtió sobre la elevada incertidumbre respecto a sus perspectivas. Asimismo, insistió en que la futura evolución de los tipos de interés oficiales depende de los datos y que se encuentran cómodos con la situación actual, lo que sugiere que el BCE estaría reservando la opción de futuros recortes de tipos en caso de materialización de los riesgos.

El mercado no descuenta ningún recorte de los tipos referencia por parte del BCE en la reunión de septiembre y ha reducido sus expectativas de futuros recortes del tipo rector, asignando una probabilidad próxima al 60-70 % a un recorte durante la primera mitad de 2026, frente a la probabilidad superior al 100 % que se estimaba a mediados de julio.

2.1.2. Fed

En su reunión de julio, la Fed mantuvo inalterado el tipo rector, y su presidente, Jerome Powell, adoptó un tono relativamente optimista respecto a la evolución de la actividad, lo que se interpretó como una postura menos proclive a recortes de los tipos de referencia en el futuro. Por primera vez en más de 30 años, dos gobernadores discreparon de la opinión de la mayoría del Comité de Política Monetaria y se posicionaron a favor de una rebaja de 25 puntos básicos del tipo rector. En la rueda de prensa posterior, Powell defendió la importancia de la independencia de la Fed e insistió en que sus decisiones no tienen en cuenta los factores fiscales.

Tras la publicación de los datos de empleo en Estados Unidos, Powell señaló la posibilidad de ajustes en el tipo rector en el futuro. En su discurso en la reunión de Jackson Hole, argumentó que el impacto inflacionario de los aranceles de la administración Trump podría ser temporal, adoptando una visión más favorable a futuros recortes del tipo rector, incluso en la próxima reunión de septiembre. La mayor debilidad del mercado laboral, reflejada en los datos y revisiones de agosto, ha llevado a Powell a favorecer un giro en el sesgo de la política monetaria, orientándose hacia una postura más proclive a la reducción del tipo rector.

Cambios en el Comité de Política Monetaria de la Fed. Por un lado, la miembro del Comité Adriana Kugler anunció su intención de dimitir de su cargo y retomar su posición académica anterior. Para cubrir esta vacante, Trump ha nombrado a Stephen Miran, hasta entonces presidente del Consejo de Asesores Económicos y uno de los ideólogos de la política económica y financiera de la actual administración, quien ocupará la posición hasta el 31 de enero de 2026. Por otro lado, Trump anunció su intención de destituir a Lisa Cook, otra miembro del Comité, bajo acusaciones de fraude hipotecario. Cook ha informado que presentará una demanda para mantener su cargo, incluso durante la tramitación de los procedimientos legales y judiciales.

Durante el verano, Trump ha mantenido la presión sobre la Fed y su presidente, Jerome Powell, para que rebaje el tipo rector de forma rápida y sustancial, incluso tras el discurso en Jackson Hole, en el que Powell señalaba la necesidad de algún ajuste del tipo rector en la reunión de septiembre.

El mercado descuenta un recorte del tipo rector en la próxima reunión de la Fed, prevista para el 17 de septiembre, y esta probabilidad ha aumentado de forma significativa a lo largo del verano. Asimismo, el mercado contempla ahora una senda de mayores recortes en los próximos trimestres, estimando algo más de dos recortes en 2025 y tres adicionales en 2026.

2.1.3. Otros bancos centrales

El Banco de Inglaterra recortó el tipo rector en 25 puntos básicos, hasta el 4,00 %. Esta decisión requirió, por primera vez en la historia de la institución, dos votaciones. En la primera, de los nueve miembros del Comité, cuatro votaron a favor de un recorte de 25 puntos básicos, cuatro a favor de mantener el tipo rector inalterado y uno votó por un recorte de 50 puntos básicos. En la segunda votación, el recorte de 25 puntos básicos contó con cinco apoyos, hecho que el gobernador, Andrew Bailey, calificó como una “decisión equilibrada”. Todo ello sugiere que, en el futuro, los recortes del tipo rector serán relativamente graduales.

Tabla 2. Próximos eventos macrofinancieros

Fecha	Reunión/Evento	Comentario
11 de septiembre	Reunión del BCE	No se espera ninguna acción sobre el tipo rector
17 de septiembre	Reunión de la Fed	Los mercados descuentan un recorte del tipo rector de 25 puntos básicos con elevada probabilidad

2.2. Renta fija

La rentabilidad de la deuda soberana ha estado sujeta a cierta volatilidad en un contexto de cambios en el discurso de los bancos centrales. Así, el tono más *hawkish* (menos proclive a recortes) del BCE ha impulsado la rentabilidad de la deuda soberana alemana, especialmente en sus tramos más cortos. En Estados Unidos, la mayor probabilidad de recortes del tipo rector por parte de la Fed ha provocado una reducción de la rentabilidad de la deuda soberana estadounidense en los tramos más cortos. Sin embargo, las preocupaciones por la situación fiscal del país y por el deterioro institucional —como el despliegue doméstico de la Guardia Nacional por mandato presidencial o la presión sobre instituciones independientes, incluida la Fed— han evitado que este descenso se traslade a los tramos más largos, que se han mantenido en el mismo rango que en meses anteriores. Como resultado, la curva de la deuda soberana en Estados Unidos ha registrado un aumento de su pendiente, llevando el diferencial entre el 30 y el 2 años a un máximo desde finales de 2021, en pleno anticipo del inicio del ciclo de tensionamiento de la política monetaria que comenzó en 2022.

Los desarrollos políticos en Francia están pesando sobre la prima de riesgo de país, que ha pasado a cotizarse en la parte alta del rango en el que se encontraba desde la crisis política de 2024, que supuso la dimisión del primer ministro y el nombramiento del actual, Bayrou. Como consecuencia, la referencia francesa ha ampliado su diferencial con la alemana hasta niveles próximos a los 80 puntos básicos, mientras que la referencia italiana cotiza a una rentabilidad solo 7 puntos básicos superior a la francesa.

Por su parte, los *spreads* de crédito corporativo en euros han registrado ligeras contracciones. En este contexto, los *spreads* de los bonos de alta calidad crediticia (*investment grade*) se han mantenido en la parte inferior de los niveles alcanzados durante 2025, mientras que los bonos de menor calidad crediticia (*high yield*) han alcanzado nuevos mínimos en lo que va de año. El principal catalizador de este movimiento parece ser la reducción de la incertidumbre en materia de política comercial, una vez cerrados los acuerdos entre Estados Unidos y la UE.

2.3. Divisas y materias primas

El dólar ha estado sujeto a movimientos de vaivén. Por un lado, la divisa estadounidense ha encontrado apoyo en los acuerdos comerciales relativamente favorables a Estados Unidos —al menos en sus anuncios iniciales y a la espera de una mayor concreción— y en la mejora del sentimiento inversor hacia el país. Por otro lado, el tono diferencial de los bancos centrales —con una mayor disposición a recortes por parte de la Fed y una menor por parte del BCE— ha reducido el diferencial de tipos a corto plazo entre Estados Unidos y Alemania, lo que ha

supuesto un lastre para el dólar, que hasta entonces se había beneficiado de tipos de interés más elevados.

El precio del petróleo ha regresado a los niveles previos al conflicto entre Israel e Irán, una vez cerrado el enfrentamiento y con los principales países productores de crudo aumentando su oferta en los mercados internacionales. Como resultado, y con algunas excepciones, la referencia Brent ha cotizado por debajo de los 70 dólares por barril desde el 24 de junio.

El mercado del cobre encuentra apoyo en el dinamismo de la demanda, aunque persiste la distorsión entre la referencia internacional y la estadounidense tras el anuncio por parte de Estados Unidos de un arancel del 50 % sobre el cobre, vigente desde el 1 de agosto. Esta medida ha abierto un diferencial entre ambas referencias: tras el comunicado, la internacional retrocedió ligeramente (alrededor de un -1 %), mientras que la estadounidense aumentó entre un 13 % y un 14 %.

El precio del oro ha alcanzado nuevos máximos históricos, impulsado por las crecientes expectativas de recorte del tipo rector en Estados Unidos, pese a que la inflación se mantiene en niveles relativamente elevados. Como resultado, el oro superó temporalmente los 3.500 dólares por onza.

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	2,15	0,0	3,15	-100,0	4,25	-210,0
BCE - Tipo de depósito (%)	2,00	2,00	0,0	3,00	-100,0	3,75	-175,0
Euribor 3 meses (%)	2,06	2,03	3,5	2,71	-65,3	3,51	-144,4
Euribor 12 meses (%)	2,12	2,12	0,3	2,46	-34,1	3,11	-98,9
Alemania: Bono 2 años (%)	1,95	1,93	2,4	2,08	-12,9	2,39	-43,8
Alemania: Bono 10 años (%)	2,75	2,68	6,7	2,37	37,9	2,30	44,7
España: Bono 2 años (%)	2,06	2,05	0,6	2,25	-19,5	2,68	-62,1
España: Bono 10 años (%)	3,35	3,26	8,5	3,06	28,7	3,13	21,5
España: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	60,2	58,4	1,8	69,4	-9,2	83,4	-23,2
Francia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	78,80	66,90	11,9	82,80	-4,0	72,60	6,2
Italia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	85,70	83,30	2,4	115,50	-29,8	140,20	-54,5
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 (%)	3,62	3,68	-6,5	4,24	-62,5	3,92	-30,0
Estados Unidos: Bono 10 años (%)	4,23	4,22	1,2	4,57	-34,1	3,90	32,5
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>Investment grade</i>	55,40	56,28	-0,9	57,65	-2,3	52,55	2,8
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>High yield</i>	267,69	279,93	-12,2	313,06	-45,4	288,32	-20,6
Dólares por euro	1,171	1,159	1,05%	1,035	13,09%	1,107	5,75%
Libras esterlinas por euro	0,865	0,873	-0,88%	0,827	4,52%	0,842	2,69%
Yenes por euro	172,4	170,8	0,96%	162,8	5,93%	162,7	6,01%
Dólar (tipo de cambio efectivo)	97,7	99,1	-1,45%	108,5	-9,94%	105,3	-7,17%
Brent (dólares por barril)	68,3	69,7	-1,97%	74,6	-8,49%	78,8	-13,32%
Oro (dólares por onza)	3475,8	3363,5	3,34%	2624,5	32,44%	2503,4	38,84%

Fuente: Bloomberg.

3. Mercados de renta variable

En las últimas semanas, las bolsas globales han mostrado un tono mayoritariamente positivo y relativamente homogéneo en las principales plazas, con rendimientos en agosto situados entre el dígito bajo y el medio dígito. Bajo la superficie, la expectativa de reanudación del ciclo de recortes de tipos en Estados Unidos probablemente intensificará aún más el desplazamiento del mercado a lo largo de la curva de riesgo, lo que se refleja en el mejor desempeño reciente de las compañías estadounidenses de pequeña capitalización, la renta variable china y las acciones europeas respecto al MSCI USA durante las últimas semanas. Por su parte, las grandes tecnológicas americanas también registraron un rendimiento inferior, mientras que las acciones de valor (*value*) comenzaron a revertir su bajo desempeño reciente. Los resultados positivos de los grandes minoristas estadounidenses, a pesar de la incertidumbre arancelaria, también apuntan a una resiliencia continua del consumidor, lo que respalda una mayor fortaleza cíclica. No obstante, conviene recordar que, aunque históricamente un ciclo de recortes fuera de una recesión a medio plazo se ha asociado con repuntes en la renta variable, estamos entrando en un

período de estacionalidad débil a corto plazo. Septiembre ha sido tradicionalmente uno de los meses más débiles del año para la renta variable, por lo que probablemente el mercado mantendrá esta tónica hasta la próxima reunión de la Fed (17 de septiembre).

En un plano más general, la temporada de resultados del segundo trimestre de 2025 cerró por completo tras la publicación de los datos de uno de los grandes, NVIDIA, a finales de agosto. En Estados Unidos, el S&P 500 mostró una sorpresa positiva en ventas del +2,08 % y en beneficios del +7,70 %. En términos de crecimiento, las ventas registraron un aumento del +6,25 % (frente al 4,2 % previsto al inicio de la temporada) y los beneficios crecieron un +12,38 % interanual, más del doble del 4,9 % esperado al comienzo del período de publicación. Por su parte, el Eurostoxx 50 registró una sorpresa negativa en ventas del -3,84 % y positiva en beneficios del +7,32 %. En términos de crecimiento, las ventas cayeron un -4,93 % interanual y los beneficios un -2,72 %.

En cuanto al posicionamiento de los inversores, impulsado por la sólida temporada de resultados en Estados Unidos, las posiciones de los modelos sistemáticos se han acercado ahora a niveles máximos tanto en renta variable estadounidense como global, apoyadas además por la participación continua del inversor minorista y las recompras corporativas. Los *hedge funds* también han seguido esta tendencia, aumentando su exposición a la renta variable estadounidense, con compras largas que superan significativamente a las ventas en corto, después de haber mantenido en general una visión bajista durante toda la subida del 30 % en el S&P 500 desde los mínimos de abril, coincidiendo con el Liberation Day (9 de abril). Sin embargo, los gestores institucionales de *long only* aún parecen reacios a incrementar de manera significativa su exposición.

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)	5368,11	5165,60	3,92%	4895,98	9,64%	4957,98	8,27%
IBEX 35 (España)	14921,30	14126,70	5,62%	11595,00	28,69%	11401,90	30,87%
DAX (Alemania)	24009,45	23425,97	2,49%	19909,14	20,60%	18906,92	26,99%
CAC (Francia)	7716,03	7546,16	2,25%	7380,74	4,54%	7630,95	1,11%
FTSE MIB (Italia)	42358,21	39942,82	6,05%	34186,18	23,90%	34372,67	23,23%
Dow Jones Industrial (Estados Unidos)	45544,88	43588,58	4,49%	42544,22	7,05%	41563,08	9,58%
S&P 500 (Estados Unidos)	6460,26	6238,01	3,56%	5881,63	9,84%	5648,40	14,37%
NASDAQ (Estados Unidos)	23415,42	22763,31	2,86%	21012,17	11,44%	19574,64	19,62%
Russell 2000 (Estados Unidos)	2366,42	2166,78	9,21%	2230,16	6,11%	2217,63	6,71%
Nikkei 225 (Japón)	42188,79	40799,60	3,40%	39894,54	5,75%	38700,87	9,01%
Hang Seng (Hong Kong)	9121,87	8804,42	3,61%	7289,89	25,13%	6211,61	46,85%

Fuente: Bloomberg.

Tabla 5. Evolución sectorial de los principales índices de renta variable desde el último informe

IBEX 35 (España)		EUROSTOXX 50 (Europa)		DOW JONES (Estados Unidos)	
Financials	17,4%	Health Care	8,0%	Communication Services	8,0%
Energy	11,2%	Financials	7,7%	Materials	5,9%
Real Estate	6,7%	Consumer Staples	4,8%	Consumer Discretionary	5,1%
Industrials	6,6%	Materials	3,9%	Health Care	4,6%
Health Care	3,7%	Communication Services	3,5%	Energy	4,3%
Utilities	2,8%	Energy	2,1%	Financials	2,9%
Consumer Staples	1,3%	Utilities	1,9%	Utilities	2,6%
Consumer Discretionary	0,0%	Consumer Discretionary	1,0%	Information Technology	2,1%
Communication Services	-0,6%	Industrials	-2,1%	Real Estate	1,8%
Materials	-1,5%	Information Technology	-6,0%	Industrials	0,2%
Information Technology	-9,6%			Consumer Staples	-0,1%

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.*