

1. Entorno geopolítico

1.1. Geopolítica internacional

En una operación militar, Estados Unidos trasladó al presidente de Venezuela, Nicolás Maduro, a territorio estadounidense, amparándose en una orden emitida por un juez de Estados Unidos que lo acusa de colaboración con el narcotráfico. Desde septiembre de 2025, la administración Trump ha iniciado una campaña de presión sobre el país latinoamericano, centrada en ataques a embarcaciones en el mar Caribe que, presuntamente, transportaban drogas con destino a Estados Unidos. En declaraciones posteriores, la administración ha dado cierta continuidad al gobierno de Venezuela nombrando a la hasta entonces vicepresidenta del país, Delcy Rodríguez, como presidenta en funciones. Asimismo, ha presionado para la aplicación de determinadas políticas relacionadas con la industria del petróleo y ha forzado la liberación de opositores al régimen que estaban encarcelados en el país.

► **Focus:** [Geopolítica global tras Venezuela](#)

Trump aumentó la retórica sobre Groenlandia hasta alcanzar un «marco» de acuerdo cuyos detalles aún se desconocen. Tras diversos anuncios durante la campaña electoral y de declaraciones en los primeros meses de mandato, la administración Trump elevó su discurso sobre la necesidad de controlar Groenlandia. La isla es un territorio danés de ultramar que forma parte de la OTAN —aunque no de la UE— y Estados Unidos ya dispone de un tratado que le permite realizar operaciones militares en el territorio. En la escalada de tensiones, fuentes del gobierno estadounidense se negaron a descartar el uso de la fuerza y amenazaron con la imposición de aranceles. Por su parte, Dinamarca y Groenlandia insistieron en mantener la soberanía de la isla en manos danesas, mientras que varios países europeos se mostraron dispuestos a aportar tropas. En respuesta a la amenaza arancelaria, los países de la UE debatieron y alcanzaron un consenso a favor de medidas de represalia, incluida la activación del mecanismo anticoerción, que permite adoptar acciones como la restricción de acceso al mercado único. La decisión de un fondo de pensiones danés de reducir sus tenencias de activos del Tesoro constituyó un elemento clave de presión sobre la administración de Estados Unidos al provocar un repunte de los tipos de interés de la deuda soberana del país.

► **Focus:** [La saga de Groenlandia parece llegar a su fin](#)

Estados Unidos, a pesar de algunos vaivenes, adopta una posición relativamente agresiva frente a Irán. Aún con escasa información, las protestas contra el régimen parecen estar extendiéndose en el país persa, del mismo modo que las medidas de represión adoptadas por el gobierno. Esta dinámica se produce en un contexto de marcado deterioro de la situación económica, que incluye también una fuerte depreciación de la divisa. Por su parte, Trump ha manifestado su disposición a llevar a cabo una operación similar a la realizada en Venezuela, interpretada como una actuación rápida y centrada en los líderes del régimen. En el plano económico, Trump ha anunciado la imposición de aranceles del 25 % a todos los países que comercien con Irán, una medida cuya implementación parece difícil, ya que afecta a la práctica totalidad de los países del mundo.

Estados Unidos continúa anunciando nuevos aranceles, mientras que el mapa de libre comercio sigue redibujándose. En las últimas semanas, la administración Trump ha persistido en el uso de

los aranceles como herramienta de presión económica. En concreto, los anuncios y amenazas han incluido: (i) un arancel del 25 % a los países que comercien con Irán; (ii) un arancel del 25 % a los países que exporten petróleo a Cuba, en un contexto de creciente desabastecimiento energético en la isla; (iii) un arancel del 100 % a Canadá si firma un acuerdo comercial con China, anunciado por Canadá; y (iv) un aumento del arancel del 15 % al 25 % por el retraso en la ratificación, por parte del Parlamento coreano, del acuerdo alcanzado entre ambos países en julio de 2025.

La UE por su parte ha cerrado dos notables acuerdos comerciales que llevaba negociando durante muchos años:

- **El acuerdo UE-Mercosur** dará lugar a la mayor área de libre comercio del mundo, con una población de 740 millones de personas. El acuerdo contempla la liberalización del comercio de bienes y servicios y de la compra pública, manteniendo compromisos en materia de sostenibilidad ambiental y estándares de calidad. El acuerdo deberá ser ratificado por el Parlamento Europeo, que votó a favor de enviarlo al Tribunal de Justicia de la UE para su revisión.

► **Focus:** [El tratado de libre comercio entre la UE y el Mercosur](#)

- **El acuerdo UE-India** contempla una fuerte reducción de los aranceles bilaterales entre ambas economías —con la excepción de los productos agrícolas— y mantiene, en algunos sectores como el automovilístico, la aplicación de cuotas de importación. El acuerdo también se encuentra pendiente de ratificación por parte del Parlamento Europeo.

1.2. Política doméstica

Con la vista puesta en las elecciones de medio mandato y con una popularidad bajo mínimos, Trump da un giro populista a su agenda política. En este contexto, la administración ha realizado diversos anuncios que incluyen: (i) la prohibición a los grandes inversores de comprar viviendas unifamiliares; (ii) la orden a las empresas públicas de adquirir 200.000 millones de dólares en titulizaciones hipotecarias con el objetivo de reducir los tipos de los préstamos; (iii) el establecimiento de un límite del 10 % al tipo de interés aplicable a las tarjetas de crédito, que posteriormente se limitó de forma temporal a un año ante las quejas del sector financiero y de su propio partido; (iv) la regulación de la retribución de los accionistas y de los directivos en empresas del sector de defensa; y (v) la creación de las denominadas «cuentas Trump», que asignan 1.000 dólares por nacimiento, invertidos en renta variable y recuperables cuando se cumplan 18 años. Los padres podrán aportar hasta 2.500 dólares anuales libres de impuestos y las cuentas también podrán recibir aportaciones de programas gubernamentales y de organizaciones caritativas.

En Japón, la primera ministra Sanae Takaichi ha convocado elecciones legislativas anticipadas para el Congreso con el objetivo de aprovechar su nivel de popularidad, relativamente elevado, y consolidar su mayoría en la Cámara Baja, que había perdido en elecciones celebradas en los últimos años. Los comicios, previstos para el 8 de febrero, no incluyen el Senado, donde el partido de Takaichi no cuenta con mayoría. El contexto preelectoral ha propiciado promesas de aumento del gasto, que incluyen: (i) apoyo a los hogares ante el aumento de la inflación; (ii) incremento del gasto militar; y (iii) mayor esfuerzo en la inversión pública. Cierta consolidación del poder del partido de la primera ministra puede favorecer la percepción de control respecto a las finanzas públicas del país, ya que, en los últimos meses, diversos acuerdos políticos han resultado expansivos ante las peticiones realizadas por los partidos necesarios para lograr las mayorías.

Francia logró aprobar un presupuesto público para 2026 tras invocar el artículo 49.3 de la Constitución, que permite su adopción sin una votación en el Congreso siempre que no prospere una moción de censura en un plazo de 24 horas. Tras su presentación el 30 de enero, el partido

de izquierda La Francia Insumisa registró una moción de censura que previsiblemente será rechazada en las próximas sesiones. El texto aprobado contempla una modesta reducción del déficit fiscal hasta el 5 % del PIB en 2026 (2025: 5,4 %), un objetivo menos ambicioso que el inicialmente planteado (4,6 %) tras diversas concesiones al Partido Socialista.

En los Países Bajos, el partido liberal demócrata D66 liderará un gobierno de coalición en minoría junto con el partido democratacristiano (CDA) y los liberales del Partido por la Libertad y la Democracia (VVD). La coalición tiene un perfil menos euroescéptico que el de los gobiernos anteriores y cuenta con 66 de los 150 escaños del Parlamento. El acuerdo de investidura prevé un aumento del gasto en defensa (financiado en parte mediante un impuesto per cápita de 184 euros por ciudadano) y pone el foco en el reto inmobiliario.

En España, la financiación autonómica se ha convertido en un nuevo conflicto entre el gobierno y la oposición y también ha puesto de relieve las tensiones dentro de la coalición de investidura. El anuncio de un acuerdo entre el PSOE y ERC contempla un aumento de los recursos transferidos a las comunidades autónomas, centrados en el IRPF (55 % frente al 50 % actual) y el IVA (56,5 % frente al 50 % actual). El Consejo de Política Fiscal y Financiera, que congrega al gobierno central y a los representantes autonómicos, puso de manifiesto que el acuerdo solo cuenta con el apoyo del gobierno central y de Cataluña. La ratificación legislativa se anticipa muy compleja ante la oposición anunciada por Junts y otros partidos. Las tensiones también se extienden a otros frentes, como la cesión de competencias en materia de inmigración solicitada por Junts y criticada por Podemos.

El gobierno español insiste en su voluntad de aprobar los Presupuestos Generales del Estado para 2026 y ha señalado su intención de presentarlos durante el primer trimestre del año, a pesar de reconocer, también, la situación de minoría parlamentaria derivada de la retirada del apoyo de Junts. La debilidad legislativa del ejecutivo volvió a ponerse de manifiesto tras no conseguir apoyar el decreto ómnibus que incluía diversas medidas vinculadas al denominado «escudo social». Los comicios autonómicos constituirán otro test del apoyo a los partidos de gobierno. En Aragón, donde las elecciones se celebrarán el 8 de febrero, las encuestas favorecen al PP, que asciende en intención de votos y, al igual que en otros territorios, mantiene la incógnita sobre si necesitará el apoyo de Vox para la investidura y/o la formación del gobierno.

2. Entorno macroeconómico y financiero

2.1. Entorno económico

En Estados Unidos, se mantuvieron señales mixtas. El dato del mercado laboral de diciembre de 2025 confirma el impacto de la política migratoria más restrictiva implementada por la administración Trump. La creación de empleo se situó en 50.000 puestos de trabajo, junto con una revisión a la baja de -76.000 empleos correspondientes a meses anteriores. A pesar de ello, la tasa de paro se moderó hasta el 4,4 % (nov25: 4,6 %), mientras que los salarios aceleraron su crecimiento hasta un 3,8 % interanual (nov25: 3,6 %). En cambio, los indicadores de confianza empresarial siguen mostrando registros favorables. En el sector servicios, la confianza alcanzó en diciembre un máximo de 14 meses, frente a un comportamiento más modesto de los indicadores en el sector manufacturero. Los indicadores microeconómicos, como el *Beige Book* de la Fed, advierten que la aceleración de la actividad está distribuida de forma desigual entre los hogares, con un comportamiento más favorable entre aquellos situados en la parte alta de la distribución. La inflación se mantiene en niveles relativamente elevados y se situó en diciembre en el 2,7 % interanual, mientras que la tasa subyacente —que excluye componentes volátiles como los alimentos y la energía— se mantuvo en el 2,6 % interanual.

La economía china cerró el año 2025 con un crecimiento anual del 5 %, a pesar de haberse desacelerado en el 4T25 hasta el 4,5 % interanual. El crecimiento continúa sesgado hacia el sector exterior, apoyado por el buen comportamiento de las exportaciones, que están

experimentando un proceso de redirección fuera de Estados Unidos hacia otros destinos como la UE y el resto de Asia. En diciembre, las exportaciones se aceleraron hasta una tasa interanual del 6,6 % (nov25: 5,9 %), lo que permitió que la economía alcanzara un superávit comercial de 1,2 billones de dólares, equivalente a más de la mitad del PIB de la economía española. Los indicadores de confianza empresarial de enero registraron una caída hasta niveles compatibles con la contracción económica, tanto en el sector manufacturero (49,3; dic25: 50,1) como en el sector servicios (49,4; dic25: 50,2). En este último caso, se trata del valor más bajo desde el año 2022. Por su parte, los precios cerraron 2025 con un aumento interanual del 0,8 %, la tasa más elevada desde febrero de 2023, lo que apunta a señales esperanzadoras en relación con la espiral desinflacionista que ha afectado al país en los últimos años.

En la zona euro, la actividad muestra señales tentativas de mejora. Los datos de PIB del cuarto trimestre de 2025 reflejan un crecimiento del 0,3 % trimestral, que encontró apoyo en Alemania (0,3 % trimestral; 3T25: 0,0 %), España (0,8 %; 3T25: 0,6 %) e Italia (0,3 %; 3T25: 0,1 %), que compensaron la debilidad observada en Francia (0,2 %; 3T25: 0,5 %). Los indicadores de confianza empresarial siguen mostrando una divergencia entre el buen comportamiento del sector servicios, cuya confianza se mantiene en niveles elevados, y el del sector manufacturero, que continúa en niveles compatibles con la contracción económica. En relación con los precios, la inflación se moderó en diciembre hasta el 1,9 % interanual (nov25: 2,0 %), mientras que la tasa subyacente —que excluye componentes más volátiles como la energía y los alimentos— se mantuvo en el 2,3 %.

España sigue destacando en positivo dentro de la zona euro. La sorpresa al alza del PIB del 4T25 situó el crecimiento anual de 2025 en el 2,8 % (2024: 3,5 %), una moderación mucho menor que la anticipada durante buena parte del año. La demanda interna se mantiene como el principal motor de crecimiento de la economía española, lo que permite compensar una aportación negativa de la demanda externa en un contexto internacional volátil y de moderado dinamismo en los principales destinos comerciales. El crecimiento económico favorece cierta continuidad en el proceso de desapalancamiento, tanto del sector público —con la deuda pública reduciéndose hasta el 103,2 % del PIB en el 3T25 (2T25: 103,5 %)— como del sector privado. En este contexto, diversos organismos están revisando al alza sus perspectivas para la economía española en 2026, si bien apuntan a cierta desaceleración. Así, la AIReF elevó su previsión hasta el 2,6 % (anterior: 2,1 %) y el FMI la situó en el 2,3 % (anterior: 2,0 %). Por sectores, destaca que 2025 registró un nuevo récord de llegadas de turistas, hasta los 97 millones, mientras que el gasto de los turistas internacionales aumentó un 6,8 % interanual. El sector inmobiliario mantiene un elevado dinamismo de los precios (dic25: 13,9 % interanual; nov25: 13,4 %) y un todavía escaso dinamismo de la actividad de construcción. En cuanto a los precios, la inflación se moderó en diciembre hasta el 2,9 % (nov25: 3,0 %), mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el 2,6 %.

Tabla 1. Cuadro macroeconómico

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

Fuente: Bloomberg y FMI.

3. Mercados de renta fija, divisas y materias primas

3.1. Bancos centrales

3.1.1. BCE

El BCE no celebró ninguna reunión de política monetaria en enero de 2026, en un contexto en el que las condiciones económicas permiten a la máxima autoridad monetaria mantenerse en una zona de «comodidad». La inflación en la zona euro se sitúa alrededor del objetivo del BCE, mientras que la actividad muestra señales de mejora desde niveles moderados. En este sentido, el gobernador del Banco de Francia descartó un aumento del tipo rector —excepto en el caso de un *shock* económico inesperado—, así como un recorte del tipo rector, citando la presión desinflacionaria de las importaciones chinas y de la apreciación del euro.

El mercado no descuenta ningún recorte de los tipos de referencia por parte del BCE, ni en la reunión de febrero ni en el conjunto de 2026.

3.1.2. Fed

En su reunión del 28 de enero, la Fed mantuvo inalterados los tipos de interés de referencia en el rango del 3,50-3,75 %, si bien la decisión no fue unánime. Dos miembros del Comité de Política Monetaria, entre ellos Stephen Miran, asesor económico de Trump, votaron a favor de un nuevo recorte de 25 puntos básicos. Esta decisión supuso la primera pausa de la Fed tras haber reducido los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos en cada una de las tres últimas reuniones. **En su comunicado, la Fed mostró una mayor confianza en la situación económica** al señalar un ritmo sólido de expansión y señales de estabilización en el mercado laboral. En la posterior rueda de prensa, el presidente de la institución, Jerome Powell, indicó que los datos sugieren que la actual política monetaria no resulta restrictiva e insistió en que las decisiones sobre futuros recortes se tomarán reunión a reunión.

A pesar del nombramiento de Kevin Warsh para presidir la Fed, la independencia de la institución ha continuado presionada por parte de la administración Trump. Kevin Warsh es el candidato con el perfil más independiente, técnico y antiinflacionista de entre los considerados por el gobierno Trump para sustituir a Powell al final de su mandato en mayo de 2026. Warsh ya había sido gobernador de la Fed y había formado parte del Comité de Política Monetaria entre 2006 y 2011, es decir, en plena crisis financiera internacional. En ese periodo, se mostró como un halcón de la inflación y de la independencia de la Fed, expresando dudas sobre el impacto que los programas de compras de deuda pública podrían tener sobre esta. Por otro lado, **el Departamento de Justicia abrió una investigación criminal contra Powell** por malversación de recursos públicos en relación con las obras acometidas en la sede central de la Fed en Washington, cuyo coste final (2.500 millones de dólares) superó la estimación inicial (1.900 millones). Powell denunció que este movimiento legal constituía un elemento de presión por no haber reducido los tipos de interés, tal como habían pedido diversos miembros de la administración, incluido el propio presidente Trump. Varios miembros del Partido Republicano, incluyendo senadores, criticaron las acciones de la administración federal y amenazaron con detener los procesos de nominación. Finalmente, **el Tribunal Supremo ha iniciado el estudio del caso sobre Lisa Cook**, miembro del Comité de Política Monetaria, a quien la administración Trump intentó cesar bajo acusaciones de fraude. Los primeros interrogatorios han puesto de relieve la preocupación de los jueces del Tribunal Supremo por el impacto que su cese podría tener sobre la independencia de la Fed como institución.

El mercado no descuenta ningún recorte del tipo rector de la Fed en su próxima reunión y anticipa algo menos de dos recortes adicionales entre la fecha actual y finales de 2026.

3.1.3. Otros bancos centrales

El Banco de Japón mantuvo el tipo rector en el 0,75 % en su reunión de enero, con un miembro votando en contra de la decisión mayoritaria y favoreciendo un aumento hasta el 1,00 %. Diversos responsables del Banco de Japón han señalado la necesidad de seguir aumentando el tipo rector, citando la reciente depreciación del yen y unas condiciones financieras acomodaticias en relación con unos fundamentos económicos sólidos.

Tabla 2. Próximos eventos macrofinancieros

Fecha	Reunión/Evento	Comentario
18 de marzo	Reunión de la Fed	No se descuenta ninguna acción sobre el tipo rector.
5 de febrero	Reunión del BCE	No se descuenta ninguna acción sobre el tipo rector.

3.2. Renta fija

La rentabilidad de la deuda soberana ha estado sujeta a una notable volatilidad. En Estados Unidos, este entorno se ha traducido en un desplazamiento al alza de toda la curva de deuda soberana, en un contexto marcado por varios factores: (i) el arrastre procedente de la curva soberana japonesa, que ha aumentado su pendiente de forma significativa ante las mayores perspectivas de estímulo fiscal en el país nipón; (ii) los anuncios de venta de bonos estadounidenses por parte de algunos inversores internacionales en respuesta a la mayor presión geopolítica ejercida por la administración Trump (p. ej., un fondo de pensiones danés ante la presión ejercida para la anexión de Groenlandia); (iii) cierta mejora de los datos de actividad en Estados Unidos; y (iv) nuevas medidas de expansión fiscal anunciadas por la administración Trump. Este movimiento solo se ha visto parcialmente contrarrestado por el repunte del ruido geopolítico (Venezuela, Irán, entre otros focos) y por señales que apuntan a una mayor voluntad de intervención en los mercados financieros. En cambio, la rentabilidad de la deuda soberana de Alemania cerró el mes en niveles similares a los registrados a finales de 2025.

A pesar de las dificultades para aprobar los presupuestos públicos, las primas de riesgo soberano han continuado reduciéndose en los países europeos. En enero, la prima de riesgo de la deuda soberana española a 10 años ha llegado a cotizar por debajo de los 40 puntos básicos, nuevos mínimos desde antes de la crisis financiera internacional. La nueva propuesta de modelo de financiación autonómica transfiere hasta 1,3 puntos porcentuales del PIB en recursos del gobierno central hacia las comunidades autónomas. En este sentido, la agencia de calificación crediticia S&P advirtió que esta medida tendrá un impacto negativo para el gobierno central y que, con alta probabilidad, supondrá un aumento de los déficits públicos agregados. En Francia, el diferencial con la deuda alemana a 10 años ha roto el rango en el que había cotizado desde mediados de 2024 (entre 65 y 85 puntos básicos) y se ha llegado a situar por debajo de los 60 puntos básicos, incluso por debajo de la deuda italiana.

Los *spreads* de crédito corporativo en euros se han reducido, a pesar de haber experimentado cierta volatilidad, tanto en el caso de la deuda de alta calidad crediticia (*investment grade*) como en la de menor calidad (*high yield*). En ambos casos, esta evolución es el resultado de un comportamiento relativamente sólido de los resultados empresariales.

3.3. Divisas y materias primas

El dólar se ha depreciado frente a sus principales cruces, afectado por los vaivenes de la administración Trump en relación con el candidato para presidir la Fed y por la posibilidad de que se optase por un perfil heterodoxo, un riesgo que finalmente no se ha materializado con la elección de Warsh. El dólar también se ha visto castigado por unas declaraciones de Trump en las que exhibía comodidad con la depreciación de la divisa, si bien, en declaraciones posteriores,

el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Scott Bessent, reafirmó el compromiso del país con una política de dólar fuerte. En este mismo sentido, la Reserva Federal de Nueva York llevó a cabo un *rate check* en el mercado cambiario del yen, una operación destinada a medir el impacto de una transacción sobre la cotización y que se considera un paso previo a una posible intervención. Esta última noticia detuvo la senda depreciadora que el yen había registrado frente al dólar estadounidense.

El precio del petróleo ha avanzado de forma notable en el mes de enero, apoyado por el aumento de las tensiones internas en Irán y por las crecientes amenazas de la administración estadounidense en relación con una posible intervención en el país persa. Como resultado, el precio del Brent superó puntualmente la barrera de los 70 dólares por barril. Posteriormente, unas declaraciones de Trump señalando la voluntad de iniciar negociaciones «en los próximos días» con Irán en relación con su programa nuclear propiciaron una moderación de las tensiones y, con ello, del precio del crudo. Por su parte, **el precio del gas natural ha registrado fuertes incrementos** tanto en Estados Unidos como en Europa en un contexto de meteorología adversa y temperaturas bajas que han elevado la demanda y han tensionado el almacenaje. La moderación de las temperaturas en la parte final del mes ha permitido una reversión parcial de la escalada de precios.

Los precios de los metales preciosos han estado sujetos a una volatilidad extrema. En el caso del oro, el precio aumentó más de un 20 % a lo largo del mes, impulsado por los siguientes factores: (i) la creciente preocupación por la inflación en Estados Unidos ante la posibilidad de que se eligiera un presidente de la Fed de perfil heterodoxo; (ii) el repunte de las tensiones geopolíticas (Venezuela, Groenlandia, Irán, entre otros); (iii) la mayor voluntad de los países de diversificar sus reservas internacionales fuera de los activos denominados en dólares estadounidenses; y (iv) un fuerte apetito inversor, incluido por parte de inversores minoristas. Finalmente, la elección de Kevin Warsh como candidato para presidir la Fed y la reducción del riesgo geopolítico provocaron una caída del precio de hasta el 13 % en las dos últimas sesiones del mes. En el caso de la plata, los movimientos fueron aún más extremos al repuntar el precio más de un 60 % durante las primeras semanas de enero y deshacer prácticamente todo el avance en las dos últimas sesiones del mes.

En este contexto, los metales industriales han repuntado con fuerza, aunque también han registrado ajustes posteriores en sus cotizaciones, apoyados tanto por el arrastre del comportamiento de otros metales preciosos como por los anuncios de diversos países, entre ellos Estados Unidos y China, sobre su voluntad de constituir y/o aumentar reservas estratégicas de metales. En el caso del cobre y el estaño, los precios han alcanzado máximos históricos.

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	3,15	-100,0
BCE - Tipo de depósito (%)	2,00	2,00	0,0	3,00	-100,0	3,00	-100,0
Euribor 3 meses (%)	2,03	2,02	1,5	2,03	0,5	2,61	-57,5
Euribor 12 meses (%)	2,23	2,25	-2,4	2,24	-1,7	2,53	-30,5
Alemania: Bono 2 años (%)	2,12	2,14	-1,7	2,12	0,0	2,03	8,8
Alemania: Bono 10 años (%)	2,88	2,90	-1,7	2,86	2,8	2,39	49,8
España: Bono 2 años (%)	2,24	2,29	-5,3	2,27	-2,8	2,25	-0,6
España: Bono 10 años (%)	3,25	3,34	-9,3	3,29	-4,2	3,00	24,2
España: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	36,3	43,9	-7,6	43,3	-7,0	61,9	-25,6
Francia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	57,30	71,10	-13,8	70,90	-13,6	73,00	-15,7
Italia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	60,80	71,30	-10,5	69,60	-8,8	111,70	-50,9
Fed - Banda baja del tipo rector (%)	3,50	3,50	0,0	3,50	0,0	4,25	-75,0
Fed - Banda alta del tipo rector (%)	3,75	3,75	0,0	3,75	0,0	4,50	-75,0
Estados Unidos: Bono 2 años (%)	3,59	3,47	11,3	3,47	11,3	4,25	-66,3
Estados Unidos: Bono 10 años (%)	4,29	4,19	9,9	4,17	12,3	4,56	-26,5
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>Investment grade</i>	50,29	50,15	0,1	50,66	-0,4	54,69	-4,4
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>High yield</i>	241,85	242,15	-0,3	244,24	-2,4	295,10	-53,2
Dólares por euro	1,180	1,172	0,70%	1,174	0,52%	1,028	14,76%
Libras esterlinas por euro	0,863	0,866	-0,35%	0,872	-1,12%	0,829	4,01%
Yenes por euro	183,8	183,1	0,38%	184,1	-0,12%	159,0	15,62%
Dólar (tipo de cambio efectivo)	97,5	98,4	-0,89%	98,3	-0,79%	105,3	-7,32%
Brent (dólares por barril)	65,6	60,8	8,03%	60,9	7,86%	76,0	-13,60%
Oro (dólares por onza)	4922,9	4332,3	13,63%	4319,4	13,97%	2815,2	74,87%

* pb se refiere a puntos básicos, equivalentes a 0,01%

Fuente: Bloomberg.

3.4. Mercados de renta variable

El tono de los mercados de renta variable en las últimas semanas ha estado dominado por una rápida transición desde la tensión política hacia una normalización constructiva, aunque no exenta de fragilidad. El inicio del mes estuvo marcado por episodios de riesgo geopolítico significativo, vinculados a la situación en Venezuela, a la nueva ofensiva retórica de Trump sobre Groenlandia y a las tensiones internas en Estados Unidos en torno a la Fed y al proceso presupuestario. Este entorno generó correcciones iniciales en los mercados bursátiles, con especial sensibilidad en los índices estadounidenses, lo que reflejó el malestar de los inversores ante la imprevisibilidad política. Sin embargo, conforme avanzó el mes, la narrativa fue girando hacia un escenario más familiar para los mercados: amenaza, negociación y desescalada (lo que se ha bautizado como TACO). La moderación del discurso de Trump, el recurso a la vía diplomática y la percepción de límites institucionales contribuyeron a reducir el riesgo extremo descontado previamente. A ello se sumó una menor presión política directa sobre la Reserva Federal, lo que ayudó a estabilizar el sentimiento inversor. En este contexto, las bolsas globales recuperaron tracción, apoyadas por un entorno de tipos más predecible y por la ausencia de señales inmediatas de deterioro macroeconómico. El comportamiento sectorial ha sido revelador: el sector de defensa ha destacado claramente, impulsado por el renovado debate sobre gasto militar en Europa, mientras que otros sectores cíclicos han reaccionado de forma más contenida a la espera de mayor visibilidad. La atención del mercado se ha ido desplazando progresivamente hacia la temporada de resultados, que emerge como el principal catalizador a corto plazo.

La temporada de resultados del 4T25 empezó formalmente a mediados de enero, aunque ha empezado a ganar velocidad a final de mes a la espera de la publicación de resultados de algunos referentes relevantes, especialmente en el sector tecnológico. En este contexto, el mercado ha recompensado fuertemente a las compañías de semiconductores tras la publicación excepcional de resultados por parte de las dos compañías más críticas de la cadena de valor, como Taiwan Semiconductor y ASML. En un plano más genérico, en Estados Unidos, con un 41 % de las compañías del S&P 500 habiendo publicado resultados según Bloomberg, las sorpresas han sido positivas, con un +0,28 % en ventas y un +2,45 % en beneficios. En términos de crecimiento interanual, las ventas han aumentado un +8,90 % y los beneficios un +17,01 %. Por su parte, el Euro Stoxx 50, con un 14 % de las compañías habiendo publicado resultados, ha registrado una sorpresa del +0,79 % en ventas y del +4,74 % en beneficios, mientras que el

crecimiento interanual muestra un alza del +1,71 % en ventas y una caída del -27,05 % en beneficios.

En cuanto al posicionamiento de los inversores, el panorama sigue siendo desigual y, hasta cierto punto, frágil, marcado por una combinación de cautela estructural y apetito selectivo por el riesgo. En términos generales, la exposición agregada a renta variable no es elevada, lo que refleja un trasfondo de prudencia tras episodios recientes de volatilidad y reajustes rápidos de carteras. Sin embargo, esta moderación convive con focos claros de concentración, especialmente en estilos y temáticas que han funcionado bien recientemente. En este sentido, la rotación sectorial sigue siendo incompleta. Los sectores más vinculados al consumo doméstico permanecen poco representados en las carteras, lo que sugiere dudas sobre la solidez de la demanda final y la sostenibilidad del crecimiento económico. En contraste, los valores tecnológicos y los grandes nombres de crecimiento han experimentado una reducción del posicionamiento tras ventas intensas, lo que apunta más a una limpieza táctica que a un abandono estructural de la temática. Desde una perspectiva geográfica, en Europa, las estrategias basadas en tendencias de mercado han ganado un peso considerable y muestran signos de saturación, con un número reducido de valores concentrando gran parte de las subidas. Esto incrementa el riesgo de correcciones abruptas si cambia el sentimiento. Al mismo tiempo, los inversores sistemáticos comienzan a reducir exposición, mientras que los bajos niveles de protección frente a caídas sugieren cierta complacencia latente.

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)	6041,83	5850,38	3,27%	5791,41	4,32%	5217,91	15,79%
IBEX 35 (España)	18162,60	17492,40	3,83%	17307,80	4,94%	12205,80	48,80%
DAX (Alemania)	24968,61	24539,34	1,75%	24490,41	1,95%	21428,24	16,52%
CAC (Francia)	8195,83	8195,21	0,01%	8149,50	0,57%	7854,92	4,34%
FTSE MIB (Italia)	46363,38	45374,03	2,18%	44944,54	3,16%	36218,98	28,01%
Dow Jones Industrial (Estados Unidos)	49407,66	48382,39	2,12%	48063,29	2,80%	44421,91	11,22%
S&P 500 (Estados Unidos)	6976,44	6858,47	1,72%	6845,50	1,91%	5994,57	16,38%
NASDAQ (Estados Unidos)	25738,61	25206,17	2,11%	25249,85	1,94%	21297,58	20,85%
Russell 2000 (Estados Unidos)	2640,28	2508,22	5,27%	2481,91	6,38%	2258,42	16,91%
Nikkei 225 (Japón)	54720,66	50339,48	8,70%	50339,48	8,70%	38520,09	42,06%
Hang Seng (Hong Kong)	9053,11	9168,99	-1,26%	8913,68	1,56%	7384,11	22,60%

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)	
Information Technology	9,6%	Information Technology	14,4%	Energy	10,1%
Industrials	9,2%	Energy	8,5%	Consumer Staples	9,7%
Consumer Staples	9,2%	Industrials	6,9%	Materials	8,2%
Financials	7,9%	Utilities	6,6%	Industrials	6,6%
Utilities	2,9%	Consumer Staples	5,3%	Communication Services	6,3%
Real Estate	2,1%	Financials	4,4%	Consumer Discretionary	3,7%
Energy	1,5%	Communication Services	3,7%	Health Care	0,5%
Health Care	-1,1%	Materials	2,0%	Information Technology	-0,5%
Materials	-1,8%	Health Care	-1,8%	Utilities	-0,7%
Communication Services	-2,5%	Consumer Discretionary	-8,8%	Financials	-1,5%
Consumer Discretionary	-3,5%				

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.*