

1. Entorno geopolítico

1.1. Geopolítica internacional

En Estados Unidos, el Tribunal Supremo declaró ilegales los aranceles por países impuestos en virtud de la *International Economic Emergency Powers Act* (IEEPA), aproximadamente la mitad de los implementados por la Administración Trump en esta legislatura. El Tribunal Supremo considera que la competencia para imponer aranceles corresponde al Congreso e invalida el argumento de la Administración sobre la existencia de una emergencia nacional. Los aranceles suspendidos incluyen los anunciados en el Liberation Day, tanto el componente universal del 10 % como el componente recíproco que variaba por países, además de otros aranceles específicos aplicados a México, Canadá y China. El fallo no especifica si el Gobierno estadounidense debe devolver los importes cobrados, aunque fuentes del propio Gobierno han señalado que lo harán en respuesta a requerimientos judiciales. Tampoco está clara la situación legal de los acuerdos comerciales o marcos de entendimiento que Estados Unidos ha firmado con diversos países, como la UE, el Reino Unido o Japón, algunos de los cuales contemplan tasas arancelarias más reducidas que las posteriormente anunciadas por la Administración Trump.

Trump anunció un nuevo arancel universal del 15 % durante un periodo de 150 días, basado en la sección 122 de la *Trade Act* de 1974, cuya justificación se fundamenta en la existencia de déficits en la balanza de pagos. En el mismo anuncio, la Administración señaló que se aplicarán diversas exenciones sectoriales, entre ellas: (i) minerales críticos; (ii) productos energéticos; (iii) determinados productos agrícolas; (iv) productos farmacéuticos; (v) ciertos productos electrónicos; y (vi) productos del sector del automóvil. Durante este periodo, la Administración buscará reconfigurar su estrategia de política comercial, que incluirá aranceles sectoriales impuestos al amparo de otras disposiciones legales, como la sección 301 y la sección 232. Ambos estatutos legales requieren una investigación por parte del Gobierno antes de la posible aplicación de los aranceles.

Este conjunto de anuncios tiene importantes implicaciones para el escenario macroeconómico:

- Se abre un nuevo periodo de incertidumbre en la política comercial de Estados Unidos después de la moderación observada en los últimos meses gracias a diversos acuerdos comerciales. Ello puede suponer un lastre para la actividad económica, que, además, podría verse distorsionada por las acciones empresariales orientadas a evitar los aranceles.
- La combinación de ambos anuncios genera ganadores y perdedores. Países como China, Brasil y diversos países asiáticos experimentarán una reducción de su tasa arancelaria, mientras que otros, como el Reino Unido, la UE y Japón, registrarán un aumento.
- Trump pierde su principal instrumento de presión en su estrategia de amenaza-trato y, tal como aconseja el propio Tribunal Supremo, tendrá que recurrir al poder legislativo y/o a investigaciones sectoriales, lo que generará un proceso más lento.
- Desde el punto de vista político, la reducción de la tasa arancelaria media permite aliviar las presiones sobre la inflación en un contexto en el que la asequibilidad (*affordability*) ha ganado centralidad. El nuevo esquema arancelario que diseñe la Administración Trump podría buscar minimizar el impacto sobre los hogares estadounidenses.

► Focus: El Tribunal Supremo anula parte de los aranceles de Trump. ¿Y ahora qué?

Estados Unidos e Israel lanzaron el pasado 28 de febrero un ataque coordinado contra Irán, centrado en sus líderes y en instalaciones militares y nucleares. En la operación fallecieron el máximo líder del país, el ayatolá Ali Khamenei; el responsable del Consejo de Defensa Nacional; el ministro de Defensa; y el líder militar de la Guardia Revolucionaria. En términos de infraestructuras, los objetivos incluyeron bases aéreas, de misiles y de drones del ejército y de la Guardia Revolucionaria, así como instalaciones nucleares. La motivación del ataque expresada por Estados Unidos incluye evitar que Irán desarrolle armas nucleares, aunque también se ha hecho referencia a la voluntad de impulsar un cambio de régimen en un contexto marcado por las protestas populares de los últimos meses. Por su parte, el presidente Trump ha señalado su intención de mantener los ataques hasta «conseguir todos sus objetivos», lo que, en sus propias palabras, podría prolongarse durante cuatro o cinco semanas.

La respuesta de Irán ha consistido en una serie de ataques contra diversos países de Oriente Medio, especialmente aquellos del golfo Pérsico con vínculos con Estados Unidos. Se han reportado ataques con misiles y drones en países geográficamente próximos, como Qatar, Kuwait, Emiratos Árabes Unidos —donde el aeropuerto de Dubái, el de mayor tráfico del mundo, ha cesado operaciones al menos hasta el miércoles 4 de marzo— y Bahréin —que alberga una base militar estadounidense. Otros países que han recibido ataques incluyen Israel, Arabia Saudí, Jordania, Omán y la base militar británica de Akrotiri, en Chipre. **Por el momento, Irán no estaría bloqueando el tráfico marítimo en el estrecho de Ormuz, aunque existen informaciones sobre ataques a embarcaciones en la zona.** Diversas compañías aseguradoras han advertido de la cancelación de pólizas para los barcos que crucen el estrecho, lo que, *de facto*, limita el tráfico. El estrecho de Ormuz es un cuello de botella por el que circula alrededor del 20 % del consumo mundial y el 35 % de las exportaciones globales de crudo, en su mayoría dirigidas a los mercados asiáticos.

El pasado 12 de febrero, la UE celebró una cumbre de líderes centrada en el reto de la competitividad y la autonomía estratégica, que sirvió para preparar el Consejo Europeo previsto para marzo. Las principales conclusiones fueron: (i) avanzar en la estrategia de simplificación administrativa; (ii) adoptar medidas para reforzar el mercado único, en consonancia con el informe Letta; (iii) favorecer procesos de consolidación empresarial en sectores estratégicos para impulsar «campeones europeos»; (iv) estudiar medidas para contener los precios de la electricidad; (v) reforzar la protección de sectores estratégicos para reducir dependencias; y (vi) adoptar medidas para movilizar el ahorro privado en la consecución de los objetivos comunes europeos, incluyendo la aceleración de la Unión de Ahorros e Inversiones.

1.2. Política doméstica

En Japón, las elecciones anticipadas en las que se renovaba la Cámara Baja del Parlamento dieron una aplastante victoria al partido de la primera ministra Sanae Takaichi. Apoyado en la elevada popularidad de Takaichi, su partido logró 316 escaños, de un total de 465, lo que le otorga una supermayoría que le podría permitir acometer modificaciones constitucionales, a pesar de no contar con mayoría en la Cámara Alta del Parlamento. Este resultado podría favorecer una política fiscal más agresiva por parte del actual Gobierno nipón.

El Gobierno de Starmer en el Reino Unido está bajo creciente presión tras el escándalo de la lista Epstein, en la que Peter Mandelson, exembajador del Reino Unido en Estados Unidos y una figura influyente dentro de los círculos políticos del Gobierno, aparece recibiendo pagos. El propio primer ministro, Starmer, ha sido criticado ampliamente por su nombramiento como embajador y por no haber actuado de forma más decisiva tras la publicación de las revelaciones. El actual partido en el Gobierno, el Partido Laborista, ha perdido mucha fuerza en las encuestas

más recientes, en las que ha sido sobrepasado por el partido Reform UK de Nigel Farage, uno de los principales defensores del Brexit y del referéndum.

En España, las votaciones parlamentarias ponen de relieve la debilidad del Gobierno. El Ejecutivo volvió a presentar el decreto omnibus que incluía medidas referentes al llamado «escudo social» y sufrió otra derrota al recibir los votos en contra del PP, Vox y Junts. Según la prensa, el Gobierno está estudiando dividir el decreto en otros de menor alcance con el objetivo de lograr la aprobación de al menos parte de las medidas incluidas en este. Por otra parte, el Gobierno insiste en el objetivo de aprobar los presupuestos generales del Estado durante el primer trimestre de 2026, a pesar de no haber podido aprobar en el Congreso los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria fijados por el Gobierno, que contemplan un déficit fiscal del 2,1 % del PIB para 2026, del 1,8 % en 2027 y del 1,6 % en 2028.

El resultado de las elecciones autonómicas de Aragón confirma las tendencias políticas observadas en otras regiones y pone de relieve el ascenso del apoyo a Vox, cierta estabilidad en el apoyo al PP, un descenso del PSOE y una pérdida de representación de los partidos de izquierdas, en un contexto de fragmentación del espacio político. La formación de Gobierno recaerá sobre el PP, con el presumible apoyo de Vox. El próximo 15 de marzo se celebran elecciones a la Junta de Castilla y León, mientras que Andalucía las celebrará previsiblemente durante las primeras semanas de junio de 2026, a pesar de no haberse concretado la fecha. En Cataluña, el Gobierno ha aprobado los presupuestos públicos para 2026 y el próximo paso será su presentación, discusión y votación en el Parlament de Cataluña. El PSC cuenta con el apoyo de En Comú Podem, pero otros partidos no lo han prestado y podrían presentar enmiendas a la totalidad.

2. Entorno macroeconómico y financiero

2.1. Entorno económico

En Estados Unidos, los datos de actividad muestran cierta moderación, aunque la resiliencia del mercado laboral limita los riesgos de desaceleración. El PIB del 4T25 se desaceleró más de lo esperado por el consenso de analistas (0,3 %; 3T25: 1,1 %) debido a diversos factores: (i) una caída del gasto público condicionada por el cierre del gobierno federal durante octubre y parte de noviembre; y (ii) un aumento superior al previsto del deflactor del PIB, un indicador de la evolución de los precios que implica una menor tasa de crecimiento del PIB real. El mercado laboral, tras varios meses mostrando cierta debilidad, registró en enero una sólida creación de empleo, con 130.000 nuevos puestos de trabajo, lo que permitió una moderación de la tasa de paro hasta el 4,3 % (dic25: 4,4 %). Este factor puede constituir un apoyo para el consumo de los hogares, que, según los últimos datos de ventas minoristas y confianza del consumidor, han mostrado señales de debilidad. Por su parte, la inflación se moderó más de lo esperado en enero y redujo su tasa de crecimiento interanual hasta el 2,4 % (dic25: 2,7 %), su menor nivel desde mayo de 2025, mientras que la tasa subyacente —que excluye la energía y los alimentos frescos— también registró una ligera moderación (2,5 %; dic25: 2,6 %).

China mantiene la dualidad entre la debilidad del consumo interno y la resiliencia del sector industrial, aunque la lectura de los datos económicos se ve afectada por la celebración del año nuevo chino, que puede introducir distorsiones. La inflación, que en diciembre de 2025 se había acelerado hasta el 0,8 % interanual, volvió a retroceder significativamente hasta el 0,2 %, arrastrada en parte por la caída del precio de los alimentos. En este contexto, las exportaciones mantienen un crecimiento sólido (dic25: 6,6 % interanual) y el sector exterior sigue actuando como principal apoyo de la economía: en 2025 alcanzó el 2,45 % del PIB, su mayor nivel en una década.

Las señales de mejora económica en la zona euro son positivas pero incipientes. El índice de confianza empresarial PMI manufacturero alcanzó el 50,8 en febrero, por encima del umbral de

expansión económica y su nivel más alto desde 2022, mientras que el PMI de servicios repuntó hasta 51,8 (ene26: 51,6). La mejora de la confianza fue generalizada por países, aunque la del sector manufacturero se mantuvo todavía por debajo de 50 en Alemania y Francia. La desaceleración de la producción industrial en diciembre en la zona euro (1,2 % interanual; nov25: 2,2 %) y en Alemania (-0,6 % interanual; nov25: 0,5 %) se atribuye a factores puntuales y contrasta con la mejora de las exportaciones alemanas, que cerraron 2025 con un avance del 4,0 % interanual (nov25: -2,5 %). En cuanto a los precios, la inflación se mantuvo en el 1,7 % interanual en el conjunto de la zona euro, mientras que la tasa subyacente permaneció en el 2,2 %. Esta evolución responde a la desaceleración de los precios en Alemania y a la estabilidad de estos en España, Francia e Italia.

En España, el crecimiento continúa siendo elevado a pesar de algunas señales de moderación. El índice de confianza empresarial del sector servicios se desaceleró en enero hasta 53,5 (dic25: 57,1), trasladándose el menor optimismo a los principales componentes, como la actividad, los nuevos pedidos y los nuevos pedidos de exportación. En el sector servicios, la confianza retrocedió en enero (49,2; dic25: 49,6), se mantuvo en terreno contractivo por segundo mes consecutivo y registró su nivel más bajo desde abril de 2025, con un deterioro generalizado por componentes. El mercado laboral continúa absorbiendo el aumento de población: la tasa de paro se moderó hasta el 9,9 % en el 4T25 (3T25: 10,4 %; 4T24: 10,6 %), mientras que la población creció más de 80.000 personas y cerró 2025 ligeramente por debajo de los 50 millones de habitantes. El elevado dinamismo del PIB permite avanzar en el proceso de desapalancamiento, con la deuda pública moderándose en diciembre de 2025 hasta el 100,8 % del PIB (nov25: 101,3 %; dic24: 101,7 %). Finalmente, la inflación se mantuvo en febrero en el 2,3 % interanual (ene26: 2,3 %), mientras que la tasa subyacente —que excluye componentes volátiles como la energía y los alimentos frescos— se aceleró hasta el 2,7 %.

Tabla 1. Cuadro macroeconómico

		Datos			Perspectivas 2025 (FMI, oct-25)
		Último dato	Hace 3 meses	Hace 1 año	
Estados Unidos	PIB (% interanual)	2,2	2,3	2,4	2,0
	IPC (% interanual)	2,4	3,0	3,0	2,7
	Tasa de paro (%)	4,3	4,4	4,0	4,2
Zona euro	PIB (% interanual)	1,3	1,4	1,3	1,2
	IPC (% interanual)	1,7	2,1	2,5	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)	2,7	2,6	2,2	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, en su reunión del 5 de febrero, decidió mantener inalterados los tipos de referencia, situando el tipo de depósito en el 2,00 %, en un contexto en el que la inflación se moderó en enero de 2026 (hasta el 1,7 % interanual) y en el que la situación económica sigue impulsada por la demanda interna, aunque sujeta a una elevada incertidumbre vinculada a las tensiones geopolíticas y a la política comercial. La presidenta del BCE, Christine Lagarde, reiteró que las futuras decisiones dependerán de los datos y que la máxima autoridad monetaria no está comprometida con una senda de tipos predeterminada, sino que adoptará sus decisiones en cada reunión. En la rueda de prensa, Lagarde afirmó que el Consejo de Gobierno del BCE había analizado los riesgos a la baja para la inflación derivados de la apreciación del euro en los últimos meses.

Según el *Financial Times*, Lagarde podría abandonar el cargo antes de finalizar su mandato, previsto para octubre de 2027. Esta posibilidad se enmarca en un contexto en el que Francia ha tenido históricamente un peso sustancial en la elección de los miembros de la institución y en el que una eventual victoria de la extrema derecha podría generar una situación de parálisis.

El mercado no descuenta recortes de los tipos de referencia del BCE ni en la reunión de febrero ni en el conjunto de 2026.

3.1.2. Fed

La Fed no celebró ninguna reunión en febrero, después de que, en su reunión del 28 de enero, decidiera mantener inalterados los tipos de interés de referencia en el rango de 3,50-3,75 %. La publicación de las actas de esta reunión confirmó que muchos de los participantes preferían un lenguaje que reflejara los riesgos simétricos en relación con el próximo movimiento de tipos, lo que se interpretó como un mensaje *hawkish* (es decir, más proclive a tipos de interés más elevados). Asimismo, las actas confirmaron que la Fed de Nueva York hizo un seguimiento del tipo de cambio yen-dólar, tal como se había especulado en los mercados financieros. Ello pone de relieve que tanto el Tesoro de Estados Unidos como la Fed prestan atención a la evolución del mercado de divisas y que existe preocupación por la depreciación del dólar, que, en condiciones habituales, podría dar lugar a mayores presiones inflacionistas sobre la economía doméstica.

El mercado no descuenta un recorte del tipo rector de la Fed en su próxima reunión y anticipa algo más de dos recortes adicionales entre la fecha actual y finales de 2026, frente a algo menos de dos que preveía el mes anterior.

► **Focus:** [¿Cómo será la Fed bajo la dirección de Kevin Warsh?](#)

3.1.3. Otros bancos centrales

El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo rector en el 3,75 % en su reunión de febrero, con cinco votos a favor de mantenerlo y cuatro partidarios de un recorte de 25 puntos básicos. La decisión fue interpretada como *dovish* (es decir, más proclive a tipos de interés más reducidos) al citarse preocupaciones por la persistencia de la inflación (asociada a fuertes dinámicas salariales). El mercado descuenta un nuevo recorte del Banco de Inglaterra en alguna de sus reuniones del segundo trimestre de 2026.

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.
19 de marzo	Reunión del BCE	No se descuenta ninguna acción sobre el tipo rector.

3.2. Renta fija

La rentabilidad de la deuda soberana ha registrado una fuerte tendencia a la baja, especialmente en los tramos más largos de la curva, en un entorno marcado por: (i) un aumento de la aversión al riesgo ante las crecientes tensiones geopolíticas y la incertidumbre sobre el futuro de la política comercial estadounidense; (ii) el desplazamiento a la baja de la inflación en la zona euro y en Estados Unidos; y (iii) el deterioro de los datos de actividad, especialmente en Estados Unidos. El movimiento también se ha visto reforzado por el descenso de la deuda japonesa en un contexto de mayor estabilidad política tras la victoria de la actual primera ministra y de creciente presión sobre el Banco de Japón para limitar futuras subidas del tipo rector.

Las primas de riesgo soberano europeas han repuntado en un entorno de mayor aversión al riesgo y persistencia de los retos políticos en torno a la aprobación de presupuestos públicos en

algunas economías. Así, la prima de riesgo a 10 años de España volvió a situarse por encima de los 40 puntos básicos en febrero, si bien continúa en niveles muy reducidos en perspectiva histórica. En Francia, el diferencial frente a la deuda soberana de Alemania a 10 años se mantuvo, en general, por debajo de los 60 puntos básicos durante el mes de febrero, niveles mínimos desde mediados de 2024, cuando estalló la permacrisis política que ha afectado al país galo en los últimos años.

Los *spreads* de crédito corporativo en euros se ampliaron ligeramente ante el aumento de la aversión al riesgo y la preocupación por la evolución de los resultados empresariales en un entorno de disrupción tecnológica. Con ello, los *spreads* de la deuda corporativa de alta calidad crediticia (*investment grade*) repuntaron ligeramente hasta máximos desde octubre de 2025, mientras que los de menor calidad crediticia también alcanzaron niveles no vistos desde noviembre de 2025.

3.3. Divisas y materias primas

El dólar se apreció en sus principales cruces, apoyado por el repunte de la aversión al riesgo en un entorno de crecientes tensiones geopolíticas e incertidumbre sobre la política comercial de la Administración Trump. La confirmación de la preocupación de las autoridades estadounidenses por el impacto de la depreciación del dólar en la economía doméstica introduce límites a la caída de la cotización del dólar que tolerarán la Fed y el Tesoro estadounidenses.

El precio del petróleo, que venía avanzando por el aumento de las tensiones entre Estados Unidos e Irán, repuntó con fuerza tras la apertura del conflicto. La cotización se situó en torno a los 80 dólares por barril, un umbral que previamente solo se había superado de forma puntual. En este contexto, la OPEP manifestó su voluntad de incrementar la oferta de crudo para amortiguar los posibles impactos de las tensiones en Oriente Medio. El principal impacto del conflicto con Irán sobre el precio del petróleo procedería de posibles acciones militares iraníes orientadas a dificultar o impedir el tránsito de petroleros por el estrecho de Ormuz. Aunque esta hipótesis sigue siendo remota hoy por hoy, podría llevar el precio del crudo a niveles más elevados. **En el mercado del gas natural, la cotización en Estados Unidos se moderó** con la normalización de las condiciones meteorológicas. En Europa, en cambio, unos inventarios reducidos desde el punto de vista histórico suponen un riesgo al alza para los precios en el contexto del conflicto en Oriente Medio, dada la relevancia de Qatar en el mercado global del gas natural licuado y el hecho de que una parte significativa de sus exportaciones depende del tráfico en el estrecho de Ormuz.

Los precios de los metales preciosos han seguido sujetos a volatilidad como consecuencia de los vaivenes en las conversaciones diplomáticas entre Estados Unidos e Irán. En febrero, y a diferencia de meses anteriores, el oro registró un comportamiento relativamente más favorable que la plata. Por su parte, **los metales industriales han defendido los niveles alcanzados** en los meses anteriores, apoyados por los anuncios de diversos países, entre ellos Estados Unidos y China, que han manifestado su voluntad de constituir o ampliar reservas estratégicas de metales.

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	2,15	0,0	2,90	-75,0
BCE - Tipo de depósito (%)	2,00	2,00	0,0	2,00	0,0	2,75	-75,0
Euribor 3 meses (%)	2,01	2,04	-2,6	2,03	-1,3	2,49	-47,2
Euribor 12 meses (%)	2,22	2,25	-2,7	2,24	-2,1	2,41	-18,7
Alemania: Bono 2 años (%)	2,09	2,11	-2,7	2,12	-3,5	2,03	6,2
Alemania: Bono 10 años (%)	2,71	2,87	-15,7	2,86	-14,4	2,41	30,5
España: Bono 2 años (%)	2,21	2,23	-2,9	2,27	-6,3	2,24	-3,4
España: Bono 10 años (%)	3,14	3,23	-9,7	3,29	-15,2	3,05	9,0
España: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	42,5	36,5	6,0	43,3	-0,8	64,0	-21,5
Francia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	58,70	58,20	0,5	70,90	-12,2	73,90	-15,2
Italia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	64,40	61,40	3,0	69,60	-5,2	113,20	-48,8
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 (%)	3,48	3,57	-8,8	3,47	1,0	3,99	-50,6
Estados Unidos: Bono 10 años (%)	4,05	4,28	-22,4	4,17	-11,3	4,21	-15,5
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>Investment grade</i>	56,86	50,54	6,3	50,66	6,2	53,17	3,7
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>High yield</i>	265,73	242,95	22,8	244,24	21,5	285,76	-20,0
Dólares por euro	1,168	1,180	-1,05%	1,174	-0,51%	1,049	11,30%
Libras esterlinas por euro	0,874	0,864	1,15%	0,872	0,15%	0,825	5,92%
Yenes por euro	184,2	183,5	0,37%	184,1	0,07%	157,6	16,90%
Dólar (tipo de cambio efectivo)	98,7	97,6	1,10%	98,3	0,39%	105,3	-6,22%
Brent (dólares por barril)	77,8	66,3	17,32%	60,9	27,82%	73,2	6,29%
Oro (dólares por onza)	5296,6	4661,4	13,63%	4319,4	22,62%	2857,8	85,33%

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

Fuente: Bloomberg.

3.4. Mercados de renta variable

El impulso del mercado estadounidense continúa moderándose, sin que el S&P 500 ni el Nasdaq 100 hayan logrado marcar nuevos máximos en las últimas semanas. Esta pérdida de *momentum* parece estar relacionada, en gran medida, con el proceso de asimilación por parte del mercado de las implicaciones de la nueva batería arancelaria anunciada por el presidente Trump, que establece un arancel global del 15 % y reintroduce la incertidumbre en el marco comercial y en la política económica exterior de Estados Unidos. A ello se suma la debilidad del crecimiento económico, tras la decepción del PIB del 4T25 (0,3 % trimestral), lo que refuerza la percepción de que la economía estadounidense podría estar entrando en una fase de menor dinamismo, especialmente después de varios trimestres de crecimiento sólido. En conjunto, estos factores están favoreciendo una mayor rotación geográfica de flujos hacia otros mercados.

La temporada de resultados del 4T25 se acerca a su finalización. Con el 90 % de las compañías en Estados Unidos y el 70 % en Europa habiendo publicado ya sus cifras, el balance está siendo más positivo de lo previsto en términos de crecimiento de los beneficios. En Estados Unidos, el crecimiento interanual alcanza el 14 %, siete puntos porcentuales por encima de las expectativas iniciales. En Europa, el avance es más moderado, del 4 % interanual, aunque también supera las previsiones en dos puntos porcentuales. Por sectores, en Europa el mejor comportamiento en beneficios corresponde a las empresas financieras, seguidas de las *utilities*, industriales y farmacéuticas, mientras que los mayores retrocesos se concentran en energía y consumo discrecional. Además, los principales *profit warnings* se han producido tanto en consumo cíclico como en consumo defensivo. En todo caso, este periodo de publicación se ha caracterizado por una reacción de mercado débil e, incluso, por castigos en cotización pese a resultados positivos o en consonancia con lo esperado. De cara a 2026, el consenso de beneficios apunta a un crecimiento del 15 % en Estados Unidos y de entre el 10 % y el 12,5 % en Europa, lo que sitúa nuevamente a Estados Unidos por delante de Europa en expectativas de crecimiento.

En cuanto al posicionamiento de los inversores, la persistente debilidad del sector tecnológico eleva el riesgo de una reducción acelerada de la exposición por parte de los *hedge funds*. Aunque el apalancamiento bruto ha descendido en las últimas dos semanas, se mantiene apenas por debajo de los máximos históricos. Al mismo tiempo, el apalancamiento neto también ha mostrado una tendencia a la baja, lo que constituye una posible señal de creciente sesgo bajista hacia el mercado estadounidense. Esta dinámica recuerda al ajuste reciente observado en las estrategias sistemáticas, que han pasado de estar plenamente invertidas a situarse por debajo de

niveles técnicos clave de venta a corto plazo. En otras palabras, no solo los gestores discrecionales están reduciendo riesgo, sino que también los modelos cuantitativos han comenzado a deshacer posiciones ante el deterioro del *momentum*.

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)	5997,52	6007,51	-0,17%	5791,41	3,56%	5463,54	9,77%
IBEX 35 (España)	17890,30	18115,20	-1,24%	17307,80	3,37%	13347,30	34,04%
DAX (Alemania)	24690,85	24797,52	-0,43%	24490,41	0,82%	22551,43	9,49%
CAC (Francia)	8401,94	8181,17	2,70%	8149,50	3,10%	8111,63	3,58%
FTSE MIB (Italia)	46240,60	46005,21	0,51%	44944,54	2,88%	38655,09	19,62%
Dow Jones Industrial (Estados Unidos)	48833,55	49407,66	-1,16%	48063,29	1,60%	43840,91	11,39%
S&P 500 (Estados Unidos)	6863,62	6976,44	-1,62%	6845,50	0,26%	5954,50	15,27%
NASDAQ (Estados Unidos)	24893,13	25738,61	-3,28%	25249,85	-1,41%	20884,41	19,19%
Russell 2000 (Estados Unidos)	2638,40	2640,28	-0,07%	2481,91	6,31%	2163,07	21,97%
Nikkei 225 (Japón)	58057,24	54720,66	6,10%	50339,48	15,33%	37785,47	53,65%
Hang Seng (Hong Kong)	8701,91	9053,11	-3,88%	8913,68	-2,38%	8419,69	3,35%

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)	
Energy	21,5%	Communication Services	15,1%	NullGroup	51,8%
Communication Services	16,1%	Energy	13,7%	Energy	13,5%
Information Technology	15,1%	Materials	6,7%	Utilities	12,2%
Real Estate	12,9%	Utilities	5,9%	Real Estate	8,3%
Industrials	6,6%	Industrials	2,2%	Industrials	7,3%
Utilities	5,7%	Consumer Staples	1,8%	Materials	6,8%
Materials	0,1%	Information Technology	-1,8%	Health Care	2,3%
Consumer Staples	-2,0%	Consumer Discretionary	-4,7%	Information Technology	-3,5%
Health Care	-3,9%	Financials	-5,4%	Financials	-4,8%
Consumer Discretionary	-5,8%	Health Care	-7,0%	Communication Services	-5,5%
Financials	-10,5%				

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.*