



# Resistiendo al caos

Estrategia 3T 2025

1 de julio de 2025

Asesoramiento y Análisis | [asesoramiento@ayg.es](mailto:asesoramiento@ayg.es)

**a&g**

MÁS QUE BANCA PRIVADA



# Índice

- 1** Estrategia 3T 2025: Resistiendo al caos
- 2** Panorama económico
- 3** Evolución por clases de activo
- 4** Perspectivas económicas
- 5** Renta Variable
- 6** Renta Fija
- 7** Divisas y Materias Primas
- 8** Posicionamiento

# Estrategia 3T 2025

Hace apenas tres meses, la narrativa dominante en los mercados era pesimista: se hablaba de una recesión autoinducida por la propia política económica de Estados Unidos. Los aranceles parecían frenar una economía sin capacidad ociosa, y cualquier estímulo adicional se consideraba inútil. Sin embargo, lo que más preocupaba no eran los datos económicos en sí, sino el fuerte deterioro del sentimiento, especialmente tras lo que Trump llamó el “día de la liberación”.

En aquel momento, muchos temían un parón brusco en el consumo y la inversión, pero los datos han contado una historia distinta. La diferencia entre las percepciones negativas y la realidad económica se ha ido cerrando con el paso del tiempo. El sentimiento del consumidor ha mejorado de forma notable, y los indicadores macroeconómicos apenas han retrocedido. Hoy no hay señales claras que anticipen una recesión inminente.

Aunque los aranceles y la política migratoria siguen siendo focos de tensión, ya no monopolizan la atención. Ahora comparten espacio con medidas más favorables para el crecimiento, como los estímulos fiscales y la desregulación. La nueva ley presupuestaria, apodada el “one big beautiful bill”, adelanta recortes de impuestos financiados con mayor recaudación por aranceles y retraza ajustes en el gasto público. Esto podría tener un efecto neto positivo a corto plazo sin empeorar drásticamente el déficit.

Algunos argumentan que los mercados están en un estado de complacencia porque las bolsas superan ya los niveles previos al conflicto comercial. Pero eso no significa que el riesgo haya aumentado. La confianza del consumidor, un sólido mercado laboral y unas condiciones financieras más favorables, inclina la balanza hacia una visión más constructiva.

A más largo plazo, hay señales de alerta. La hegemonía del dólar y la confianza global en los activos estadounidenses podrían debilitarse si persisten las dudas sobre el estado de derecho y la estabilidad institucional. No será un cambio inmediato, pero es una tendencia que merece atención.

Por ahora, lo cierto es que las revisiones de beneficios al alza, una Reserva Federal más expansiva, un dólar más débil, petróleo más barato y mayor claridad regulatoria están jugando a favor de la recuperación de los mercados. La pregunta es: ¿se trata de un nuevo equilibrio o solo de una calma antes de la tormenta?

En este contexto, adoptamos una postura neutral en renta variable, reconociendo que buena parte del rebote ya se ha producido. Mantenemos una visión algo más constructiva sobre los mercados de Europa y Asia, donde las valoraciones y el margen de mejora resultan más atractivos. En renta fija, la preferencia es clara: priorizamos la calidad crediticia, dado que asumir mayor riesgo apenas mejora la rentabilidad esperada en el entorno actual. En cuanto al dólar, mantenemos una actitud prudente; aunque buena parte de su corrección ya se ha materializado, los riesgos estructurales a largo plazo invitan a ser selectivos.

En definitiva, más que apostar por grandes movimientos, creemos que es momento de gestionar con equilibrio, foco en la diversificación y con flexibilidad ante un escenario cambiante.

# 2. Panorama económico

## Previsiones de consenso

	PIB			IPC			Tipos de Referencia					
	2024		2025	2026	2024		2025	2026	2024	2025	2026	
	Anterior* Actual	Anterior* Actual	Anterior* Actual	Anterior* Actual	Anterior* Actual							
Global	3,0%	3,0%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	4,2%	4,2%	3,9%	3,9%	3,5%	3,5%

EEUU	2,8%	2,8%	1,4%	1,4%	1,6%	1,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,8%	2,8%	4,5%	4,5%	4,1%	4,1%	3,5%	3,5%
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Zona Euro	0,7%	0,7%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	2,4%	2,4%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	3,2%	3,2%	1,9%	1,9%	2,2%	1,9%
Alemania	-0,2%	-0,2%	0,2%	0,2%	1,1%	1,1%	2,5%	2,5%	2,2%	2,2%	2,0%	2,0%						
Francia	1,1%	1,1%	0,5%	0,5%	0,8%	0,8%	2,3%	2,3%	1,0%	1,0%	1,6%	1,6%						
Italia	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,8%	0,8%	1,1%	1,1%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%						
España	3,1%	3,1%	2,4%	2,4%	1,8%	1,8%	2,8%	2,8%	2,3%	2,3%	1,9%	1,9%						

Reino Unido	0,8%	0,8%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	2,5%	2,5%	3,2%	3,2%	2,3%	2,3%	4,8%	4,8%	3,7%	3,8%	3,3%	3,3%
Canadá	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,0%	1,0%	2,4%	2,4%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	3,3%	3,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Rusia	3,7%	3,7%	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%	8,4%	8,4%	9,2%	9,2%	5,5%	5,5%	21,0%	21,0%	17,3%	16,6%	11,3%	10,4%
Brasil	3,4%	3,4%	2,3%	2,3%	1,6%	1,6%	4,4%	4,4%	5,3%	5,3%	4,4%	4,4%	12,3%	12,3%	14,8%	14,8%	12,4%	12,5%

Asia																		
Japón	0,1%	0,1%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	1,8%	1,8%	0,3%	0,3%	0,7%	0,7%	0,9%	0,9%
China	5,0%	5,0%	4,5%	4,5%	4,2%	4,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	1,0%	1,0%	1,7%	1,7%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%
India	7,8%	7,8%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	4,8%	4,8%	4,6%	4,6%	3,8%	3,8%	6,5%	6,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%

\* Estimación del informe mensual de junio de 2025

# 3. Evolución por clases de activos

Precios a cierre del 30/06/2025

## RENTA VARIABLE

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2024	2023
<b>Global</b>						
MSCI World (divisa cubierta)	275	3,43%	8,48%	5,04%	18,20%	18,98%
MSCI World EUR	350	0,79%	2,11%	-4,21%	24,81%	17,64%
MSCI All Countries (divisa cubierta)	4.026	3,42%	8,35%	5,44%	19,35%	19,27%
MSCI All Countries EUR	336	0,93%	2,12%	-3,76%	23,46%	16,02%
MSCI World Growth	6.238	4,88%	17,43%	8,15%	25,10%	35,95%
MSCI World Value	4.008	3,51%	4,63%	9,06%	9,00%	8,67%
<b>Europa</b>	Precio	Junio	3Meses	YTD	2024	2023
EuroStoxx50	5.303	-1,18%	1,05%	8,32%	8,28%	19,19%
Stoxx 600	541	-1,33%	1,40%	6,65%	5,98%	12,74%
Ibex35	13.992	-1,13%	6,52%	20,67%	14,78%	22,76%
FTSE100	8.761	-0,13%	2,08%	7,19%	5,69%	3,78%
MSCI Europe Growth	205	-1,42%	2,33%	2,48%	4,47%	14,45%
MSCI Europe Value	148	-1,38%	-0,06%	10,40%	6,90%	11,08%
<b>Estados Unidos</b>	Precio	Junio	3Meses	YTD	2024	2023
S&P500	6.205	4,96%	10,57%	5,50%	23,31%	24,23%
Nasdaq Composite	20.370	6,57%	17,75%	5,48%	28,64%	43,42%
Dow Jones	44.095	4,32%	4,98%	3,64%	12,88%	13,70%
Russell 1000	3.396	4,94%	10,74%	5,42%	22,84%	24,51%
Russell 2000	2.175	5,26%	8,11%	-2,47%	10,02%	15,09%
MSCI USA Growth	13.390	5,63%	18,94%	6,36%	34,21%	44,29%
MSCI USA Value	3.869	4,19%	3,26%	5,54%	11,63%	6,45%
<b>Asia</b>	Precio	Junio	3Meses	YTD	2024	2023
Nikkei 225	40.487	6,64%	13,67%	1,49%	19,22%	28,24%
MSCI ASIA EX JAPAN	797	5,69%	11,56%	13,14%	9,75%	3,60%
MSCI India	3.016	3,40%	9,65%	6,04%	14,33%	20,25%
MSCI China	76	3,21%	1,66%	16,74%	15,66%	-13,22%
SHANGHAI COMPOSITE	3.444	2,90%	3,26%	2,76%	12,67%	-3,70%
<b>Emergentes</b>	Precio	Junio	3Meses	YTD	2024	2023
MSCI Emerging Markets Local Currency	74.347	4,53%	7,00%	9,28%	10,54%	7,07%
MSCI EM USD	1.223	5,65%	11,02%	13,70%	5,05%	7,04%
MSCI EM EUR	529	2,53%	3,05%	1,68%	14,68%	6,11%
<b>Sectorial (MSCI World)</b>	Precio	Junio	3Meses	YTD	2024	2023
Energía	250	4,72%	-5,76%	2,89%	-0,37%	-0,72%
Materiales	350	1,60%	5,45%	8,85%	-7,46%	11,72%
Industria	472	3,44%	14,33%	16,61%	11,65%	21,22%
Consumo Discrecional	462	1,26%	10,25%	-1,29%	20,36%	33,55%
Consumo Estable	302	-2,13%	2,52%	8,14%	3,45%	0,06%
Salud	353	1,35%	-4,44%	-0,06%	-0,14%	2,38%
Financiero	211	3,24%	9,04%	15,08%	23,75%	13,08%
Tecnología	857	9,20%	23,02%	8,21%	32,18%	52,27%
Servicios de Comunicación	144	7,03%	18,71%	13,23%	32,57%	44,03%
Utilities	187	1,29%	7,19%	14,25%	9,96%	-2,51%
Inmobiliario	1.064	0,44%	2,40%	4,71%	-0,59%	6,78%

# 3. Evolución por clases de activos

Precios a cierre del 30/06/2025

## RENTA FIJA

Tipos	Precio	Junio	3Meses	YTD	2024	2023
Tipos 2 años Estados Unidos (pb)	3,72%	-18	-16	-52	-1	-18
Tipos 5 años Estados Unidos (pb)	3,80%	-16	-15	-58	53	-16
Tipos 10 años Estados Unidos (pb)	4,23%	-17	2	-34	69	0
Tipos Swap 2 años EEUU	3,49%	-19	-23	-59	1	-38
Tipos Swap 5 años EEUU	3,43%	-17	-22	-61	51	-22
Tipos Swap 10 años EEUU	3,69%	-17	-7	-38	60	-8
Diferencia Tipos -Swap 10 años EEUU	0,54%	0	10	4	9	9
Tipos 2 años Alemania (pb)	1,86%	9	-19	-22	-32	-36
Tipos 5 años Alemania (pb)	2,17%	11	-17	2	21	-63
Tipos 10 años Alemania (pb)	2,61%	11	-13	24	34	-55
Tipos Swap 2 años zona Euro	2,00%	6	-19	-19	-60	-60
Tipos Swap 5 años zona Euro	2,27%	9	-14	2	-19	-81
Tipos Swap 10 años zona Euro	2,61%	11	-5	24	-13	-71
Diferencia Tipos -Swap 10 años Alemania	0,00%	0	-8	0	47	16
Tipos 2 años España (pb)	2,00%	6	-21	-26	-71	4
Tipos 5 años España (pb)	2,46%	8	-22	-12	-4	-54
Tipos 10 años España (pb)	3,24%	15	-13	18	7	-67
Tipos 2 años Italia (pb)	2,07%	7	-24	-35	-57	-33
Tipos 5 años Italia (pb)	2,70%	3	-18	-17	-20	-97
Tipos 10 años Italia (pb)	3,48%	0	-39	-5	-18	-102
Gobiernos Europa 3-5 años	224	-0,04%	1,44%	1,88%	2,52%	5,39%
Gobiernos USA 3-5 años	396	0,97%	1,67%	4,38%	2,26%	4,46%

## Crédito

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2024	2023
Diferencial Investment Grade Europa	55	-3	-9	-3	-1	-32
Crédito Investment Grade Europa 3-5 años	259	0,33%	1,78%	2,30%	4,95%	7,77%
Diferencial High Yield Europa	283	-18	-45	-31	3	-164
Crédito High Yield Europa 3-5 años	744	0,45%	2,24%	2,78%	7,93%	13,44%
Crédito Investment Grade USA 3-5 años	316	1,17%	2,17%	4,59%	4,53%	7,05%
Crédito High Yield USA 3-5 años	526	1,94%	3,51%	4,00%	8,29%	12,37%
Subordinados financieros	316	0,54%	2,11%	2,54%	6,79%	9,60%
AT1	194	1,71%	3,50%	4,17%	14,09%	12,99%
Gobiernos Emergentes Local Currency	159	1,79%	5,39%	7,09%	1,68%	6,91%

## MATERIAS PRIMAS

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2024	2023
Oro	3.303	0,42%	5,75%	25,86%	27,22%	13,10%
Brent	68	5,81%	-9,54%	-9,42%	-3,12%	-10,32%
Metales Preciosos	323	1,64%	3,75%	21,44%	19,00%	4,11%
Metales Industriales	149	5,35%	-1,48%	5,84%	-1,63%	-13,72%

## DIVISAS

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2024	2023
Euro / Dólar	1,18	3,88%	8,98%	13,84%	-6,21%	3,12%
Euro / Libra	0,86	1,79%	2,52%	3,73%	-4,55%	-2,08%
Euro / Yen	169,78	3,87%	4,67%	4,30%	4,53%	10,90%



Fuente: Open AI

## 4. Perspectivas económicas

### Clave 1: Crecimiento – Hacia un crecimiento moderado

#### Efectos de la incertidumbre y los aranceles en el crecimiento

La pausa en la aplicación de los aranceles recíprocos y el inicio de negociaciones comerciales, han contribuido a la reciente mejoría de la percepción de la incertidumbre sobre los aranceles, reduciéndose con fuerza desde los máximos de abril de este año. No obstante, no parece que la incertidumbre vaya a desaparecer en el corto plazo, de hecho, en el mes de junio hemos visto un fuerte repunte, aunque esta vez motivado por los riesgos geopolíticos con la escalada del conflicto en Oriente Medio. Además, la evolución de los aranceles es en cierta medida imprevisible y sus efectos, empiezan a hacerse patentes en el comercio internacional.

#### Incertidumbre de política comercial

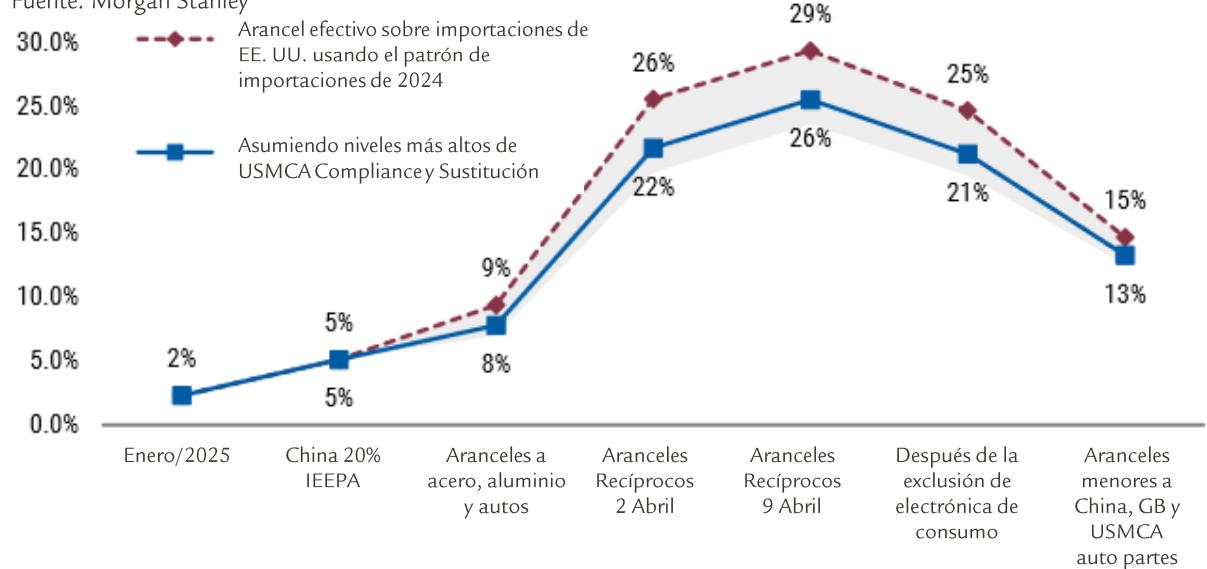
Fuente: Elaboración propia



Y es que, pese a que Estados Unidos ha reducido provisionalmente los aranceles, en su conjunto estos se encuentran todavía en niveles elevados y muy superiores a los previos de comienzos de año. Además, si bien ha pausado los aranceles recíprocos, Trump ha puesto el foco en los sectoriales. Ha duplicado los del acero y aluminio hasta el 50% y ha anunciado el estudio de nuevas tarifas al sector farmacéutico. Respecto a China, el nuevo marco de acuerdo los incrementa hasta el 55%.

### EE.UU.: aranceles a las importaciones

Fuente: Morgan Stanley

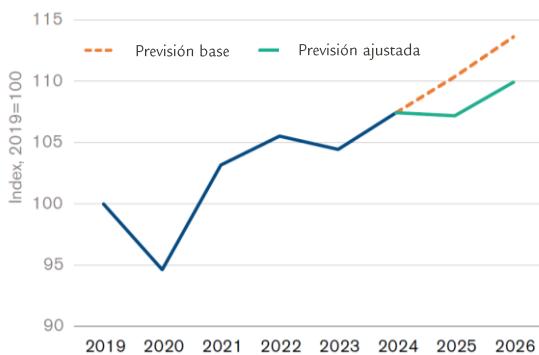


Esto, sumado a los vaivenes de las negociaciones en curso con los diferentes países, está dando paso revisiones a la baja en las previsiones de comercio mundial que se espera que se desacelere en 2025 y 2026. Y es que tras un inicio de año muy fuerte impulsado por las elevadísimas importaciones estadounidenses que se dispararon en previsión de la imposición de aranceles, los últimos datos apuntan a una fuerte desaceleración.

Todo ello está llevando a unas previsiones de crecimiento globales moderadas. En este sentido los PMI muestran que si bien la producción empresarial continuó creciendo en junio, este aumento marcó el trimestre más débil desde finales de 2023.

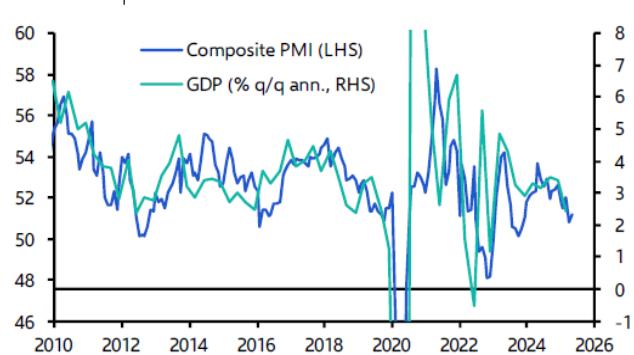
### Comercio de mercancías

Fuente: Global Trade Outlook. OMC



### Global: PMI Compuesto vs PIB global

Fuente: Capital Economics



### El consumo resiste y la reforma fiscal podría dar un impulso al crecimiento estadounidense

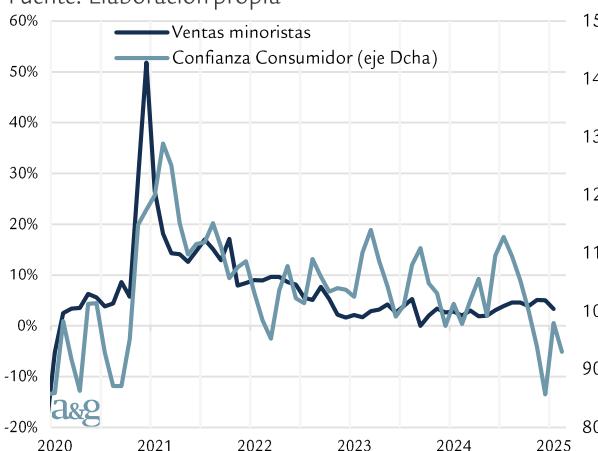
Para el consumidor estadounidense los aranceles son impuestos al consumo, con lo que al trasladarse a los precios, se espera que reduzcan la demanda interna, aunque es cierto que el grado y la velocidad puede variar. Además, la reducción de la inmigración desde niveles de 3 millones anuales entre 2022 y 2024, a apenas 1 millón en 2025 y 500.000 en 2026, también reduce el crecimiento potencial.

No obstante, aunque estos factores negativos están empezando a verse reflejados en algunos datos macro como la producción industrial y las ventas minoristas, los indicadores adelantados siguen apuntando hacia crecimientos moderados y el mercado laboral resiste. En concreto, destaca el repunte de la confianza del consumidor, que se había desplomado y la creación de empleo, que se mantiene lo suficientemente fuerte como para alejar los temores de un rápido deterioro del mercado laboral.

Además, hay otros factores que actúan como contrapeso, en este sentido, el gobierno está negociando su ley presupuestaria, conocida como la “One Big Beatiful Bill”. Esta ley, en principio, adelanta los recortes de impuestos en los primeros años, mientras que retrasa los recortes de gastos, con lo que se espera que el efecto sobre el crecimiento sea más positivo en un primer momento. Además, el reciente incremento de los ingresos por aranceles hasta niveles récord de unos \$130.000M a finales de mayo y que se estima podrían acercarse a los \$250.000M en 2025, permitiría compensar en gran parte el coste de las rebajas de impuestos propuestas en dicha ley.

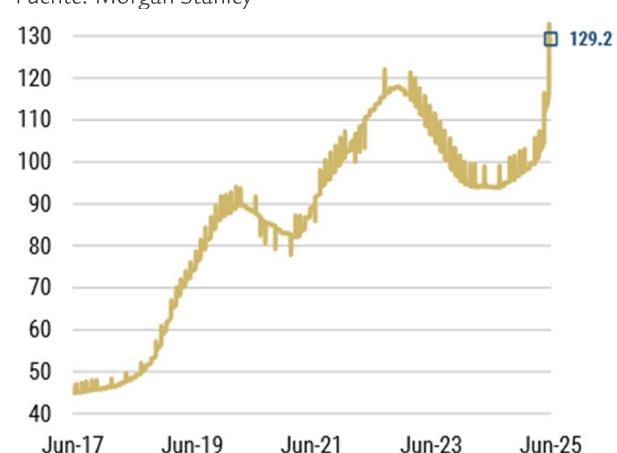
### EEUU: Ventas minoristas vs conf. consumidor

Fuente: Elaboración propia



### EEUU: ingresos aduaneros (últimos 12 meses US\$bM)

Fuente: Morgan Stanley

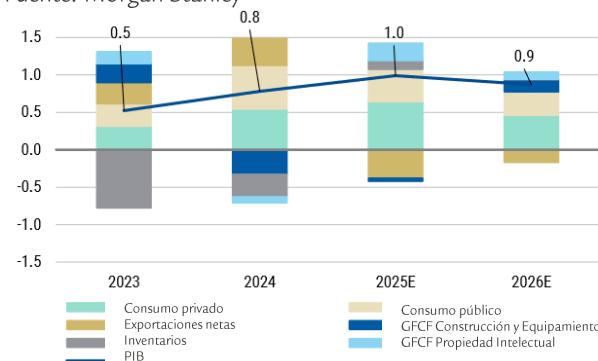


## Las exportaciones lastrarán el crecimiento en la zona Euro

Para Europa, el aumento de aranceles junto con la elevada incertidumbre limitarán el crecimiento. Tras un repunte de las exportaciones en el 1T de 2025 en previsión de aranceles más altos, se espera que se moderen. Además, el aumento de la incertidumbre tendrá un impacto negativo en la inversión en bienes de capital. No obstante, la flexibilización de la política monetaria debería impulsar la inversión, contrarrestando parte de dicho impacto negativo. Por otro lado, el aumento del gasto en defensa, aunque debería suponer un impulso positivo creemos que será muy heterogéneo y más relevante en Alemania, ya que tiene margen fiscal mientras que otros países como Francia, Italia o España necesitan seguir reduciendo sus déficits con lo que un mayor gasto en defensa probablemente conllevará impuestos más altos o recortes del gasto en otros sectores.

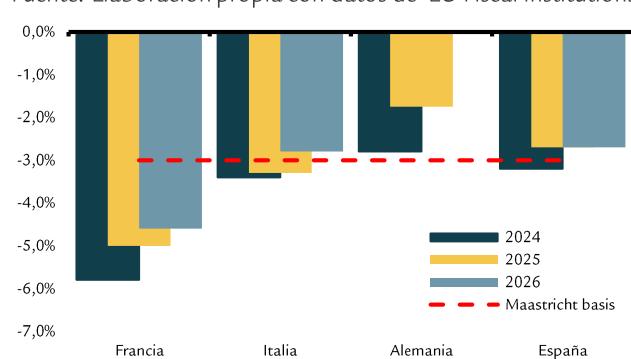
### Zona Euro: Detalle del PIB

Fuente: Morgan Stanley



### Zona Euro: Déficits fiscales estimados por países

Fuente: Elaboración propia con datos de EU Fiscal Institutions



## Clave 2: Inflación – Se desacelera pero los riesgos divergen

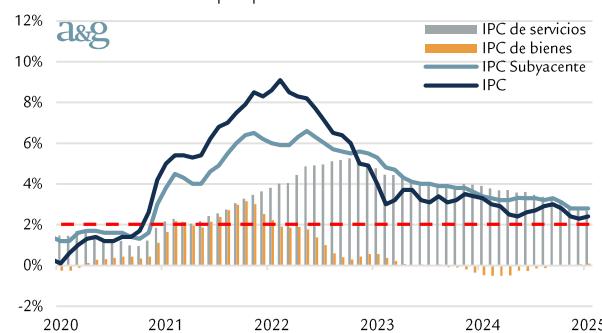
### Niveles de inflación cercanos a los objetivos de los bancos centrales...

La inflación se ha seguido desacelerando. Tanto en EE. UU. como en la zona Euro la tasa intermensual apenas se ha incrementado, quedando por debajo de lo esperado en el mes de mayo, con lo que se sitúa ya en niveles cercanos a los objetivos de los bancos centrales.

En EE. UU. la gran acumulación de existencias a principios de año por adelantarse a los aranceles, parece explicar el retraso en la materialización de los efectos de los aranceles en los precios. Además, a esto se sumó la contribución negativa de los precios de la energía, que compensó el incremento de los precios de los alimentos. En la zona Euro destacó la desaceleración de los precios de los servicios, que están disminuyendo significativamente en línea con las menores expectativas de incrementos salariales.

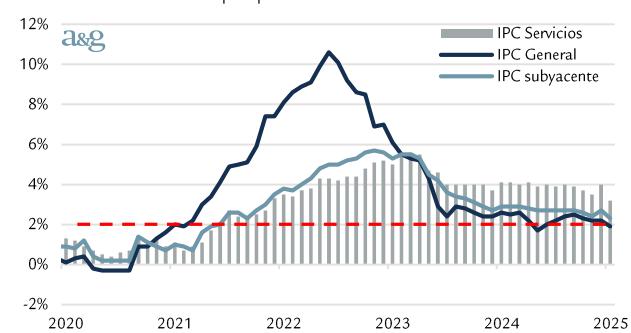
#### EEUU: IPC subyacente y de servicios

Fuente: Elaboración propia



#### Zona Euro: IPC subyacente y de servicios

Fuente: Elaboración propia



### ... pero predominan los riesgos al alza en EE.UU.

En EE. UU., las expectativas de inflación apuntan a que la desaceleración se verá interrumpida por la repercusión de los aranceles, que tienden a provocar un aumento del nivel de precios de los bienes. Además, las restricciones a la inmigración deberían limitar la caída de la inflación de servicios. No obstante, el aumento de precios por los aranceles esperamos que sea puntual y no se traduzca necesariamente en una inflación sostenida. Sin embargo, en la zona Euro las expectativas de inflación son mucho más moderadas. Unido a esto, la desaceleración de la actividad económica y la fortaleza del euro frente al dólar estadounidense empujan la inflación por debajo del objetivo del BCE.

Este mayor incremento de los precios empieza a reflejarse en los precios de compra de los sectores manufacturero y de servicios estadounidenses. Los insumos del sector manufacturero sufrieron el mayor aumento desde julio de 2022, mientras, en la zona Euro, los precios de venta de manufacturas cayeron en promedio por segundo mes consecutivo. Los precios también subieron considerablemente en el sector servicios de EE. UU.

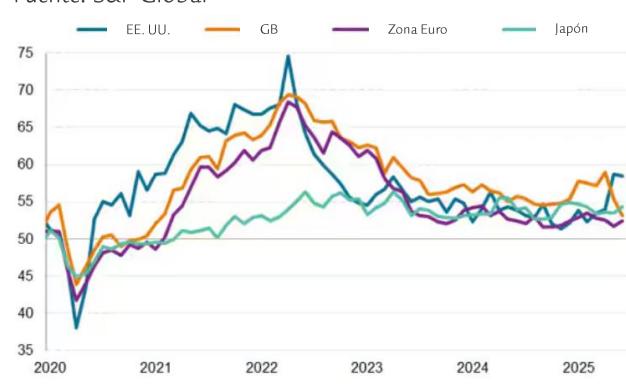
#### EE. UU. & Zona Euro: expectativas de inflación (a 12 meses)

Fuente: World Bank. Global Economic Prospects



#### EE. UU. Zona Euro, Japón y Reino Unido: componentes de precios del PMI

Fuente: S&P Global



## Clave 3: Política monetaria

### La Fed midiendo el riesgo entre llegar tarde y “esperar y ver”...

La Fed no realizó ningún ajuste de tipos de interés en su reunión de junio y mantuvo un enfoque dependiente de los datos de “esperar y ver”. En la conferencia de prensa, Powell reiteró hasta en cuatro ocasiones que la política monetaria se encuentra en una buena posición, reduciendo las expectativas de recortes de tipos. Y es que, aunque reconoció las recientes noticias favorables sobre la inflación, también dejó claro que todavía existe mucha incertidumbre sobre el aumento de los aranceles y el grado en que se trasladan a los precios tras un periodo en el que la estabilidad de precios todavía no se ha restablecido por completo. De hecho, insistió en que espera ver efectos arancelarios significativos adicionales sobre los precios al consumidor durante el verano.

No obstante, poco después en su comparecencia ante la Cámara de Representantes y por primera vez, Powell suavizó su discurso al no negar posibles bajadas de tipos en julio, aunque las condicionó a que las presiones inflacionarias sigan contenidas o un debilitamiento significativo del mercado laboral reconoció que existe la posibilidad de que el traspaso de los efectos de los aranceles a precios sea menor de lo que piensan y que eso influiría en su política.

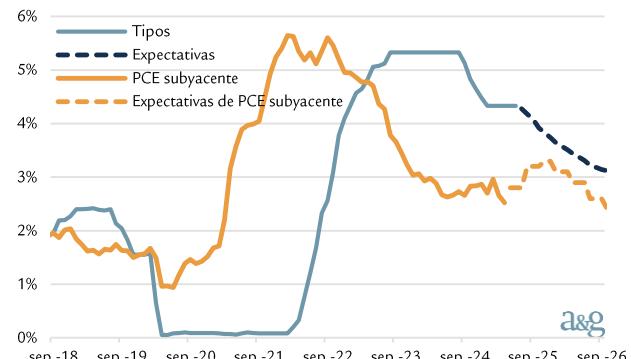
La mediana de las proyecciones de tipos para 2025 se mantuvo sin cambios, en dos recortes de tipos con una mayoría de miembros del comité del banco central a favor de bajar tipos más adelante este año.

### ... con el BCE abriendo la puerta a una pausa

El BCE recortó los tipos 25 pb en junio por octava vez en el último año, tal y como esperaba el mercado y destacó la evolución de la inflación que ya se sitúa en torno a los niveles objetivo a medio plazo. Mantuvo las previsiones de crecimiento, aunque reconoció que los riesgos están sesgados a la baja y que un incremento de las tensiones comerciales y/o geopolíticas reduciría el crecimiento de la zona Euro. No obstante, Lagarde dio un mensaje positivo al afirmar que consideran que están en una buena posición para afrontar los elevados niveles de incertidumbre. No dio indicaciones respecto a futuros recortes, pero reconoció que están llegando al final de ciclo de bajadas y revisó a la baja las previsiones de inflación, que esperan que se reduzca por debajo del 2% en 2026.

### EEUU: Tipos & PCE subyacente con expectativas

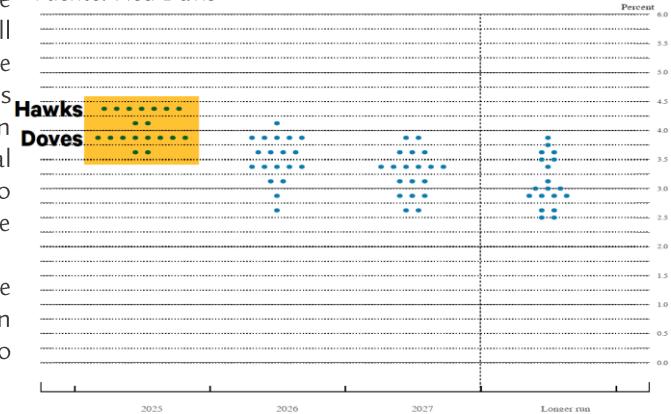
Fuente: Elaboración propia



a&amp;g

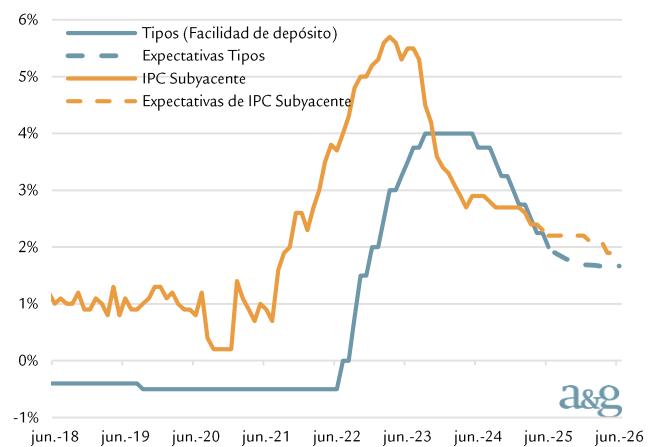
### EEUU: previsiones de tipos de los miembros la Fed

Fuente: Ned Davis



### Zona Euro: Tipos & IPC sub. con expectativas

Fuente: Elaboración propia



a&amp;g



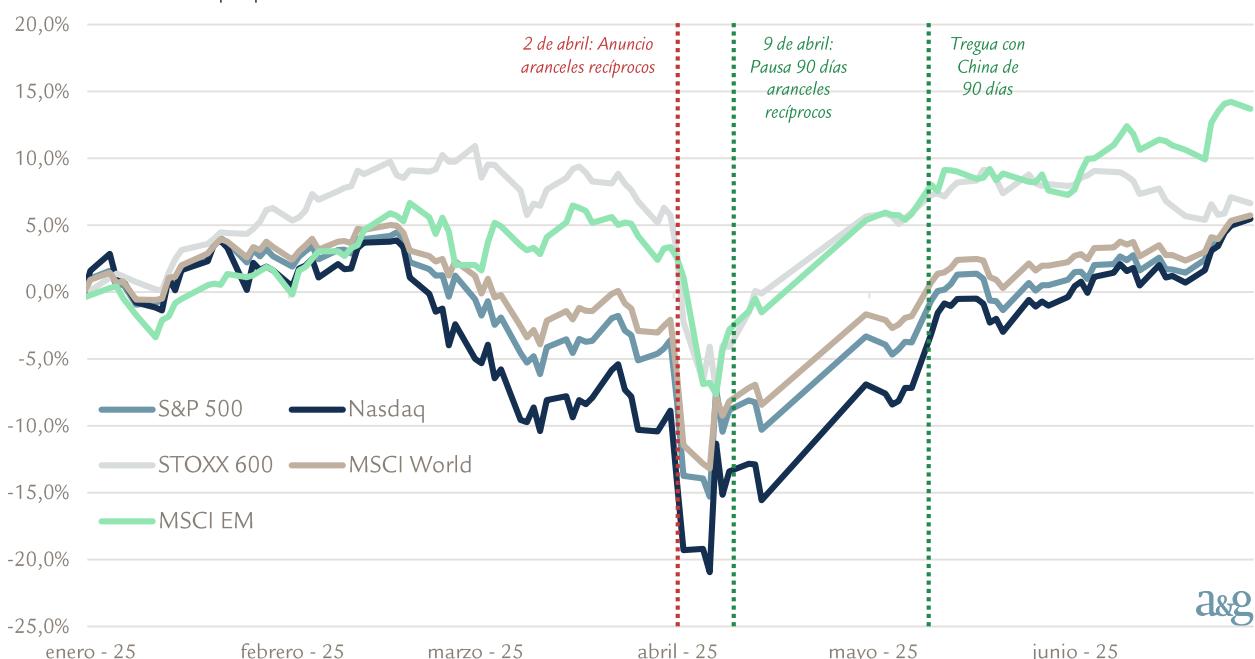
Fuente: Open AI

## 5. Renta Variable

Este segundo trimestre será recordado por muchos años como uno de los más volátiles de la historia con un movimiento de ida y vuelta sorprendentemente rápido. Sin duda, Trump ha tenido mucho que ver, estando en todos los frentes, nunca mejor dicho. Subir aranceles a nivel global a máximos históricos para pausarlos una semana después, mediar entre Rusia y Ucrania, intervenir entre Israel e Irán lanzando el ataque más rápido de la historia a este último, ataques dialécticos a diestro y siniestro, han sido algunas de sus actuaciones en tan sólo seis meses de presidencia. Sí, sólo seis meses que parecen seis años. Trump continúa su agresiva estrategia de llevar al extremo a todo y a todos para relajar la incertidumbre poco después y esto, el mercado parece empezar a ponerlo en precio.

### Comportamiento en el año

Fuente: Elaboración propia



El S&P 500 sufrió la cuarta caída más fuerte desde 2009 en tan sólo 48 días, volviendo a máximos históricos 85 días después. En sólo 4 meses hemos visto caídas superiores al 20% y un rebote superior al 30%.

## Correcciones del S&P 500 superiores al 10% desde el mínimo de marzo de 2009

Fuente: Elaboración propia con datos de Creative Planning

Periodo de corrección	Días	Máx S&P	Mín S&P	Caída	Motivo
2020: 19 feb - 23 mar	33	3394	2192	-35,4%	COVID, depresión global, temores por las elecciones
2022: 4 ene - 13 oct	282	4819	3492	-27,5%	Inflación, subidas de tipos/endurecimiento de la Fed, guerra Rusia/Ucrania, temores de recesión
2011: 2 may - 4 oct	155	1371	1075	-21,6%	Crisis de deuda europea, doble recesión, rebaja de deuda de EE. UU.
<b>2025: 19 feb - 8 abr</b>	<b>48</b>	<b>6147</b>	<b>4835</b>	<b>-21,3%</b>	<b>Guerras, aranceles y temores de recesión global</b>
2018: 21 sep - 26 dic	96	2941	2347	-20,2%	Subida de tipos, desaceleración de China, guerra comercial, desaceleración inmobiliaria
2010: 26 abr - 1 jul	66	1220	1011	-17,1%	Crisis de deuda en Europa, flash crash, preocupaciones de crecimiento
2015/16: 20 may - 11 feb	267	2135	1810	-15,2%	Temores por impago Grecia, crash de China, divisas emergentes, petróleo, Corea del Norte
2018: 26 ene - 9 feb	14	2873	2533	-11,8%	Temores inflacionarios, subidas de tipos
2012: 2 abr - 4 jun	63	1422	1267	-10,9%	Crisis de deuda en Europa
2020: 2 sep - 24 sep	22	3588	3209	-10,6%	COVID, sin plan de estímulos, temores por las elecciones

## Optimistas de largo plazo con riesgos abiertos en los próximos meses

Las fuertes subidas registradas desde el 8 de abril han estado impulsadas, principalmente, por la disminución de las tensiones comerciales, unos datos económicos donde no vemos recesión en el horizonte y unos fundamentales empresariales que siguen siendo fuertes, aunque más en Estados Unidos que en Europa por la debilidad del dólar.

Estamos ante un escenario que ha pasado de incertidumbre económica y geopolítica a otro mucho más positivo para los activos de riesgo. Las políticas de la administración Trump están girando hacia iniciativas que impulsarán el crecimiento con planes de desregulación ya sobre la mesa e incentivos fiscales a través de la “One Big Beautiful Bill”, mientras que Europa, empieza a mostrar algunas de sus armas con el plan fiscal de Alemania y el “Savings and Investments Union”, con el que la Unión Europea busca liberar balance de los bancos para potenciar el crédito y dirigirlo hacia inversiones productivas.

### Índice de incertidumbre comercial global

Fuente: Elaboración propia

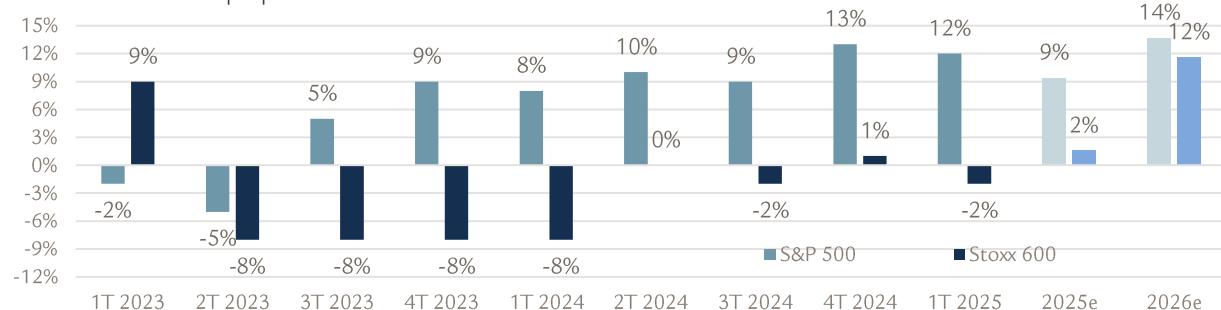


## Los fundamentales empresariales continúan mostrando fortaleza

La temporada de resultados resultó en un gran éxito para las compañías norteamericanas creciendo un +12%, gracias a la debilidad del dólar, lo que lastró los beneficios de las compañías europeas, que sufrieron tasas negativas de crecimiento del -2%. Otra de las sorpresas fue la publicación de unas mejores perspectivas que lo esperado por el consenso, a pesar de encontrarse en los peores momentos de la incertidumbre geopolítica. Mientras, las grandes compañías norteamericanas sorprendieron nuevamente, no sólo con unos crecimientos espectaculares del 28% en las 7 magníficas sino la confirmación del gasto relacionado con la Inteligencia Artificial impulsando las rentabilidades de los sectores de tecnología y software.

## Crecimiento en beneficios en S&P 500 y Stoxx 600 y expectativas para final de 2025 y 2026

Fuente: Elaboración propia con datos de Factset



De cara a la temporada de resultados del segundo trimestre, estamos viendo repuntes en la amplitud de las revisiones de beneficios que siguen viéndose favorecidos por un dólar más débil. La inflexión al alza en la amplitud de revisiones de beneficios está siendo impulsada por un mayor número de revisiones al alza, en lugar de una menor cantidad de revisiones a la baja. En el gráfico de la derecha destaca que cuando las revisiones al alza son el motor de esta tendencia, el rendimiento del índice tiende a ser más sólido en períodos de 1, 3, 6 y 12 meses.

## Amplitud revisión de beneficios S&P 500

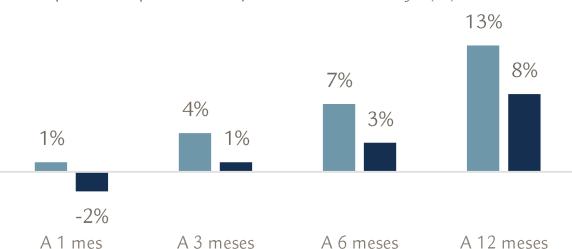
Fuente: Morgan Stanley Research



## Comportamiento S&P 500 tras cambios en amplitud

Fuente: Elaboración propia

- Amplitud de la revisión de beneficios inflexiones al alza  
Impulsadas por una mayor revisión al alza (%)
- Amplitud de la revisión de beneficios inflexiones al alza  
Impulsadas por una mayor revisión a la baja (%)



No obstante, podríamos asistir a una desaceleración en el crecimiento de los beneficios debido al posible impacto de las tensiones comerciales y la incertidumbre derivada de los aranceles. No hay que olvidar que las tasas arancelarias podrían llegar a cuadriplicarse en 2025 respecto a 2024, incluso en un escenario de avance en los acuerdos comerciales.

Durante el primer trimestre, el fuerte aumento de las importaciones, un 41% trimestral en términos reales, sugiere que parte del impulso observado en los resultados se ha debido a una demanda anticipada y a la acumulación de inventarios.

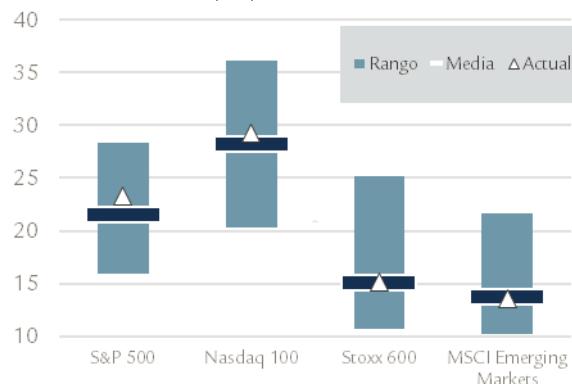
Aunque este fenómeno contribuyó a los buenos resultados del 1T, también eleva el riesgo de una corrección en los beneficios del segundo y tercer trimestre, a medida que se normalizan los niveles de inventario y se absorbe el exceso de demanda previa. La continuidad en los buenos resultados empresariales observados en este trimestre sería clave para mantener la tendencia positiva en los mercados, reforzando la confianza de los inversores de cara a la segunda mitad del año.

## Valoraciones exigentes soportadas por los fundamentales

Uno de los grandes debates de los últimos años son las exigentes valoraciones a las que cotizan los índices, sobre todo los norteamericanos. Sin duda, las valoraciones continúan por encima de la media histórica en Estados Unidos, pero creemos que están justificadas por unos retornos sobre el capital (ROE) que casi doblan a los índices europeos y emergentes.

## PER a 12 meses y rango desde 2020

Fuente: Elaboración propia



## Retorno sobre el capital vs PER a 12 meses

Fuente: Elaboración propia



Los fundamentales macroeconómicos y corporativos seguirán dando ventaja a EE. UU. frente al resto del mundo, ya que lidera las estimaciones de crecimiento real del PIB en economías desarrolladas para 2025, y el diferencial de ROE (retorno sobre el capital) entre acciones estadounidenses continúa siendo muy elevado. Estados Unidos sigue siendo nuestra principal apuesta en renta variable a nivel geográfico. El S&P 500, a pesar de cotizar a valoraciones exigentes, es el único mercado que se espera que crezca en beneficios a finales de 2025 al 9% y 2026 al 14%, con las compañías europeas esperando un crecimiento de 2% y 12% respectivamente. Las valoraciones pueden seguir siendo elevadas durante largos períodos de tiempo cuando el crecimiento de los beneficios es superior a la media del 7% y el ciclo de tipos de interés tiende a la baja, como son las previsiones. De hecho, el 90% del tiempo los múltiplos se han expandido con estas condiciones como podemos ver en la tabla de la derecha.

### Retorno sobre el capital desde 2009

Fuente: Elaboración propia



### Comportamiento S&P 500 según escenario descrito

Fuente: Elaboración propia con datos de Morgan Stanley

Media a 12 meses	8,80%
% de escenarios positivos	90%
Máximo a 12 meses	22,60%
Mínimo a 12 meses	-4,40%

### Pero, cuidado con los riesgos geopolíticos de corto plazo, ¿otro verano volátil?

Aunque los mercados parecen haber descontado gran parte de los riesgos arancelarios y macroeconómicos, el escenario geopolítico continúa siendo muy inestable, especialmente de cara a los próximos meses de julio y agosto. Tradicionalmente, el verano se asocia con una volatilidad más baja debido a la menor actividad en los mercados, pero esa calma puede ser engañosa, ya que la menor liquidez podría ampliar posibles eventos.

Como no podía ser de otra manera, después del año que llevamos, el verano parece que será movido. El 8 de julio y el 12 de agosto concluyen las pausas en la aplicación de ciertos aranceles, tanto recíprocos como específicos a China, y aunque se espera que se prorrogue su entrada en vigor, las señales son mixtas. Las negociaciones bilaterales han avanzado con lentitud, y cualquier señal de endurecimiento podría tener un impacto inmediato en la renta variable y en los activos de riesgo.

Lo ocurrido el verano pasado sirve como advertencia. En agosto de 2024, el Banco de Japón sorprendió al mercado al modificar su política de control de la curva de tipos, permitiendo mayores movimientos en los rendimientos de la deuda a largo plazo. Este cambio supuso un giro en una política ultraexpansiva que llevaba años en marcha, y generó una ola de volatilidad en los mercados globales. Ese episodio demuestra cómo, incluso en un entorno aparentemente tranquilo, un evento aislado puede alterar la dinámica del mercado. Con las próximas decisiones arancelarias y un contexto internacional aún tenso, esperamos posibles incrementos de volatilidad que nos pueden dar oportunidades para incrementar riesgo en nuestras carteras.

### Fechas clave en política comercial y política fiscal

Fuente: Elaboración propia

#### El Tribunal de Comercio de EEUU bloquea los aranceles

Pausa de 90 días aranceles recíprocos				
9 Abril	12 Mayo	28 Mayo	8 Julio	12 Agosto
↓	↓	↓	↓	↓
1 Abril 25	1 Mayo 25	1 Junio 25	1 Julio 25	1 Agosto 25

#### Pausa de 90 días aranceles a China

## Los países emergentes vuelven al radar

Después de varios años fuera del radar, los mercados emergentes han vuelto fuerte en 2025 demostrando resiliencia en lo que va del segundo trimestre del año. No solo se comportaron mejor que los mercados desarrollados durante las caídas tras el “Liberation Day”, sino que también han continuado recuperando terreno a medida que se ha ido reduciendo la incertidumbre.

### Comportamiento en el año en mercados emergentes

Fuente: Elaboración propia



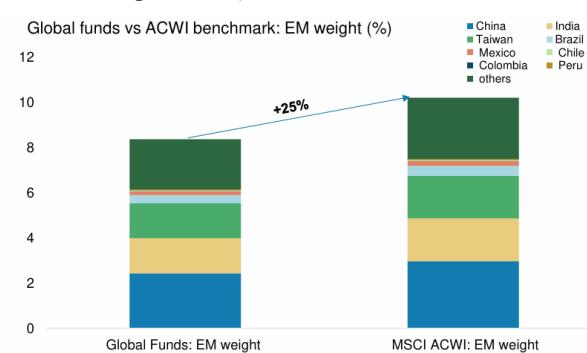
Unos de los vientos de cola para que continúe el buen comportamiento en emergentes es la debilidad del dólar que ha actuado como viento de cola para muchos países emergentes, aliviando la presión sobre sus divisas y facilitando la entrada de capital extranjero. Asimismo, otra de las claves es la salida de flujos desde los activos estadounidenses que ha empezado a beneficiar a los mercados emergentes, sobre todo en Asia. Sin embargo, el posicionamiento actual en emergentes continúa siendo muy reducido. Teniendo en cuenta que Emergentes representa el 10% del MSCI All Countries World Index, si los fondos neutralizan su posición de infraponderar, implicaría un aumento del 25% en activos de renta variable emergente. Si bien una reversión total del posicionamiento no es el escenario base, las dudas respecto al excepcionalismo americano podrían incrementar el posicionamiento en otras geografías como emergentes o Europa.

Sin embargo, continuamos encontrando algunos riesgos de corto plazo que podrían retrasar mayores subidas. Por un lado, el debilitamiento en los precios de las materias primas limita las perspectivas para los exportadores de commodities, especialmente en EMEA y América Latina. A esto se suman los riesgos geopolíticos, la incertidumbre en torno a la evolución de los aranceles, y la posibilidad de recuperación en el dólar.

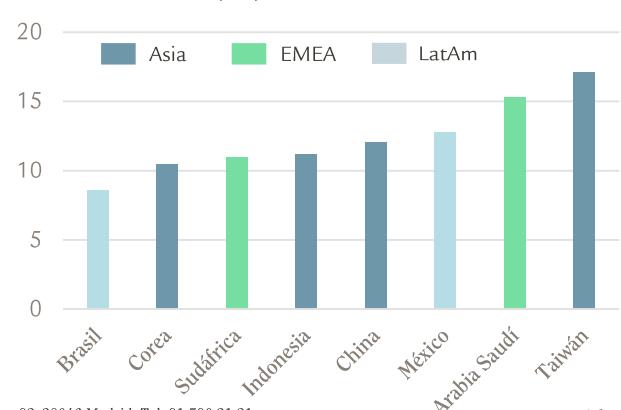
En este contexto, preferimos Asia, donde China e India son los países más influyentes en la región. Asia presenta ventajas significativas derivadas de una mejor dinámica interna, un marcado posicionamiento en innovación tecnológica, particularmente en inteligencia artificial, y un contexto más favorable ante una desaceleración económica en EE.UU. Por otro lado, en Latinoamérica, con Brasil y México como países referentes en la región, encontramos una mayor incertidumbre política debido a los populismos, unos tipos de interés muy elevados y una dependencia muy alta del mercado estadounidense.

### Exposición actual a EM vs exposición MSCI ACWI PER a 12 meses principales mercados emergentes

Fuente: Morgan Stanley Research



Fuente: Elaboración propia

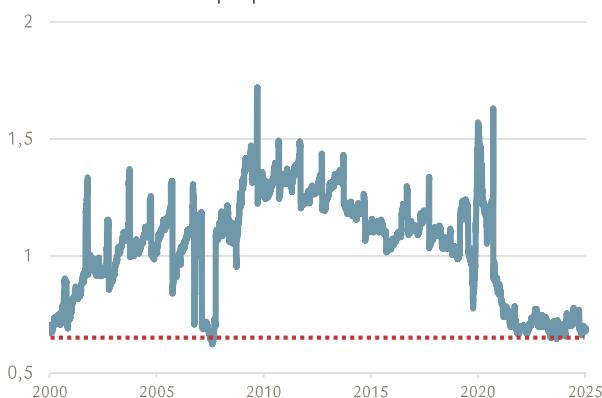


## Brotes verdes para las pequeñas y medianas compañías

Incertidumbre y tipos de interés altos son dos factores que afectan fundamentalmente a las pequeñas y medianas compañías y en los primeros seis meses del año, este ha sido el escenario que nos ha dejado Trump. Sin embargo, no podemos olvidar los cinco ejes de la campaña electoral de Donald Trump, política arancelaria y política migratoria, donde la máxima incertidumbre ya ha pasado, política fiscal, desregulación y fin de los conflictos bélicos. Sobre estos tres últimos, ya se empiezan a ver brotes verdes que favorecerán a las pequeñas y medianas compañías. La “One Big Beautiful Bill”, el plan fiscal de Trump con bajadas de impuestos a las compañías y el plan de desregulación a la banca, ya está empezando a discutirse en el senado y se espera que para finales de 2025 esté poniéndose en marcha. Pero el principal catalizador para el buen comportamiento será una Fed bajando tipos. En los próximos 12 meses, el mercado espera que el tipo de interés pase de 4,50% a 3,25%, lo que daría un fuerte soporte a subidas en las pequeñas y medianas compañías.

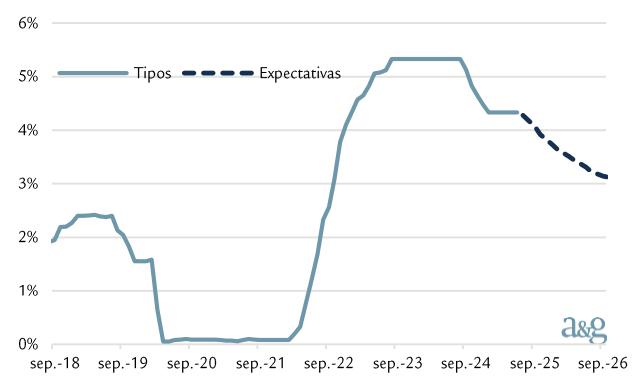
### Valoración Large Caps vs Small Caps

Fuente: Elaboración propia



### Expectativas de tipos de interés en EEUU

Fuente: Elaboración propia





Fuente: Open AI

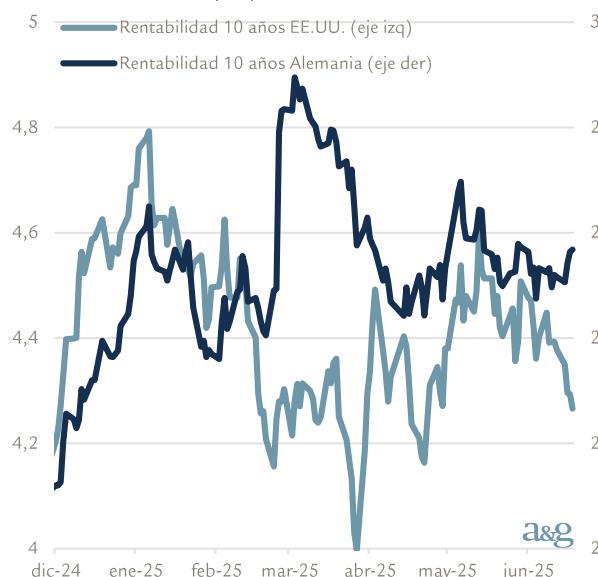
## 6. Renta Fija

Comportamiento dispar en la deuda gubernamental, con el 10 años alemán manteniéndose en el rango 2,40% - 2,60% durante el trimestre, mientras que el 10 años americano se ha movido en un rango muy superior, llegando a tocar niveles del 4% tras el “Liberation day” para después alcanzar el 4,6% y terminar el trimestre en niveles de 4,30% cotizando un escenario de inflación controlada y crecimientos moderados.

Por el lado del crédito, fuertes ampliaciones a inicio del trimestre por la incertidumbre arancelaria, cerrando junio en niveles de complacencia con el Crossover, diferencial de High Yield, cotizando por debajo de los 300pb, y el Main, diferencial de Investment Grade, en niveles de 60pb. Los fundamentales de las compañías y los factores técnicos, respaldan unos diferenciales exigentes y con poco recorrido a la baja.

### Comportamiento Rentabilidad 10 años EE. UU. (eje izq) vs 10 años Alemania (eje der)

Fuente: Elaboración propia



### Diferenciales de crédito – High Yield (izq) Inv Grade (der)

Fuente: Elaboración propia

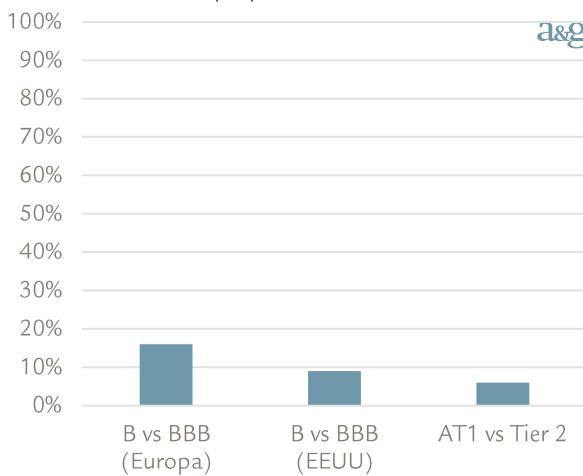


## Preferencia por la calidad

Los activos con mayor beta de mercado, High Yield, AT1s o híbridos siguen teniendo un gran comportamiento en lo que llevamos de año, a pesar de los momentos de incertidumbre. A diferencia de otros activos, creemos que el crédito actualmente paga poco por moverse hacia el espectro de menor calidad en este contexto, lo que nos lleva a preferir los tramos de mayor calidad.

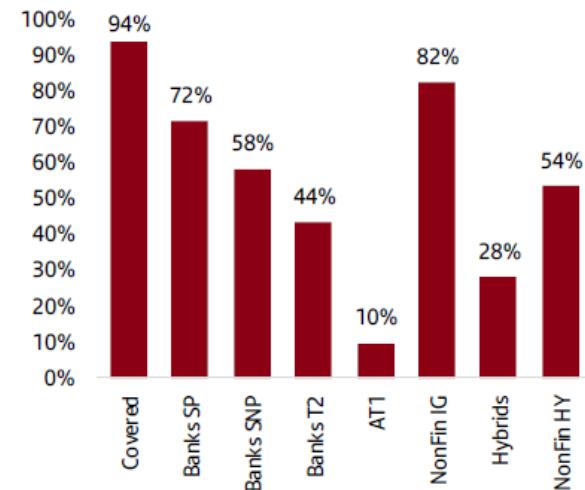
### Percentil relativo de valoración

Fuente: Elaboración propia con datos de MS Research



### Percentil de valoración por tipo de deuda

Fuente: Santander Research

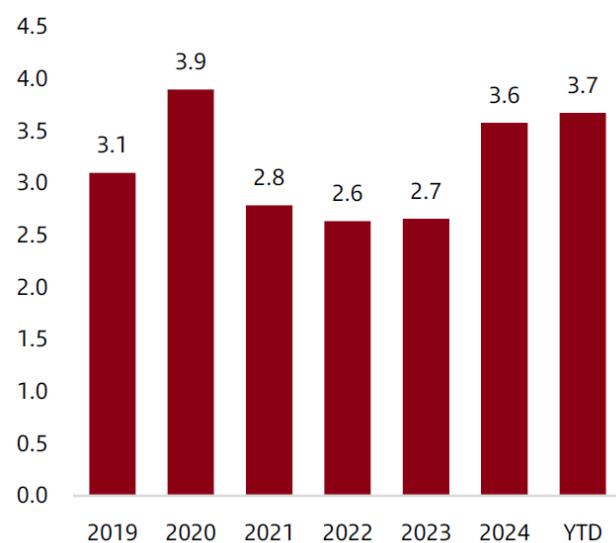


## El mercado primario continúa fuerte respaldando el buen momento en fundamentales

La demanda en el mercado primario de deuda sigue siendo potente, alcanzando una sobre suscripción media en 2025 de 3,7 veces lo emitido, la más alta desde 2020. Si nos vamos a la prima de emisión, la media anual está en 9 puntos básicos, muy inferior a lo visto en los últimos tres años. La fuerte demanda que hay por emisiones es uno de los factores clave de las exigentes valoraciones, respaldando el crédito.

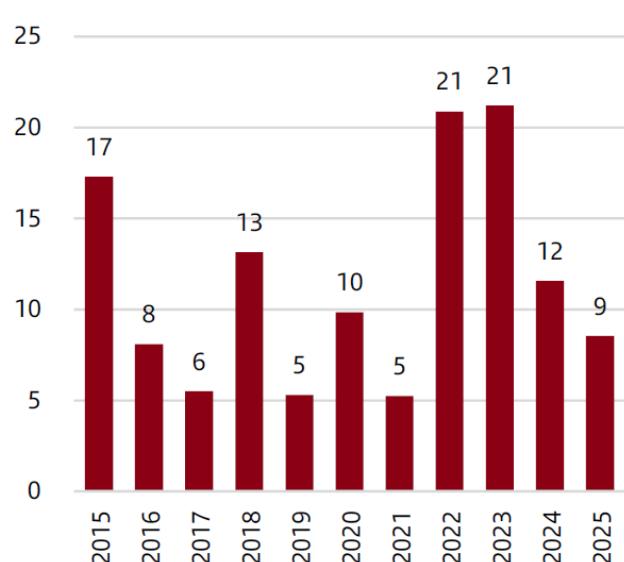
### Bid to cover ratio (en veces)

Fuente: Santander Research



### Prima de emisión media anual (en pbs)

Fuente: Santander Research

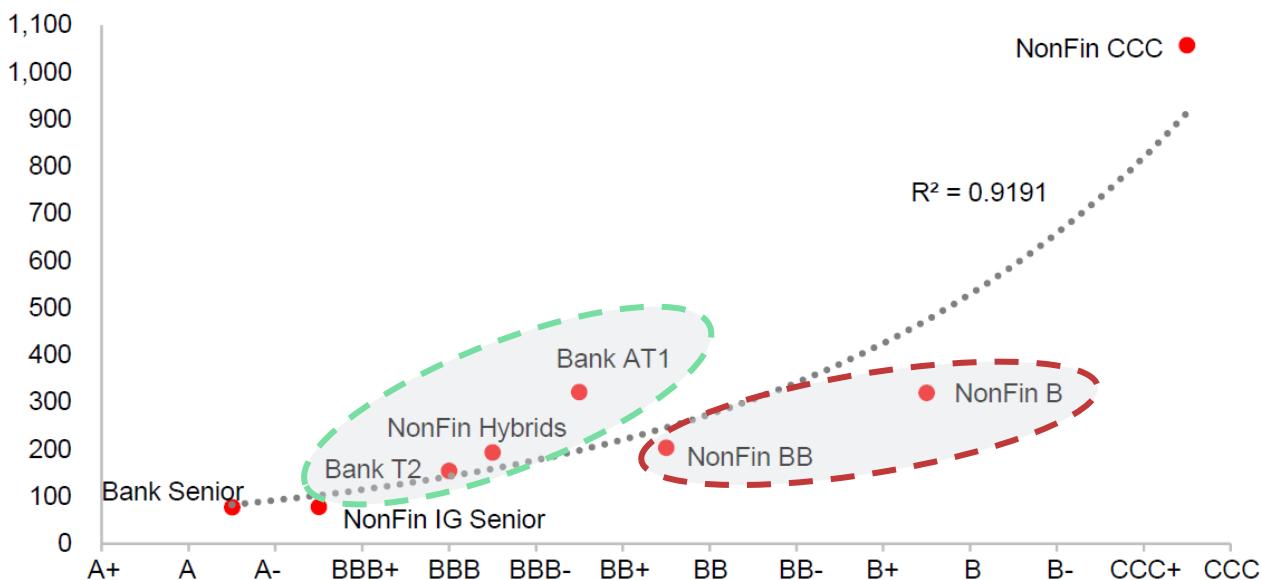


## Mantenemos nuestra preferencia por subordinados con respecto a HY

Ante estos niveles del segmento de alto rendimiento, seguimos prefiriendo híbridos corporativos, al ser emisores de alta calidad crediticia, con balances sólidos, y donde a pesar de que el diferencial frente a la deuda senior se ha reducido, seguimos obteniendo una rentabilidad adicional atractiva. Por otro lado, los subordinados financieros nos siguen gustando en un mercado que ha recuperado la normalidad y confianza, con unos fundamentales sólidos beneficiados por un mayor margen de intereses si cabe que en el año 2023, ratios de capital muy holgados, y una tasa de mora en mínimos, que ha permitido una mejora continua de los ratios de capitalización, solvencia y liquidez.

### Diferencial por tipo de deuda vs rating

Fuente: Santander Research



La deuda High Yield sigue presentando unas tasas de impago muy reducidas en Europa. En su último informe, la agencia de calificación crediticia Moody's, hacía un análisis de las tasas de quiebra en High Yield europeo ante distintos escenarios.

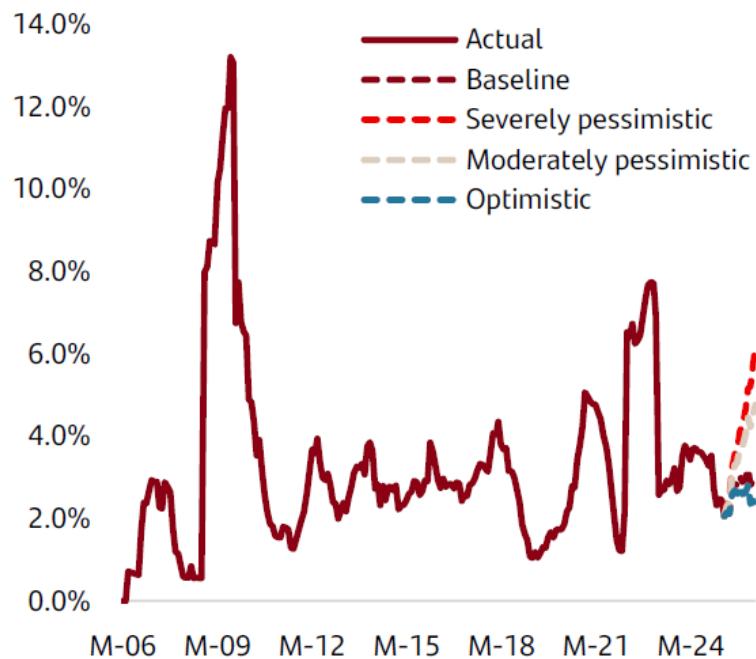
Actualmente nos encontramos en una tasa de default de sobre el 2%, en el rango bajo de los últimos años. En su escenario base, con una ligera moderación de la economía, la tasa de impago podría subir hasta niveles del 3%.

Sin embargo, ante una recesión de la economía, los impagos se podrían multiplicar por tres veces, llevando a los diferenciales de crédito a niveles muy superiores a los actuales.

Bajo nuestro punto de vista, no vemos riesgo de corto plazo, pero sí un ratio rentabilidad ajustada por el riesgo muy asimétrica, por la que preferimos otros activos como la subordinación.

### Tasas de quiebras y escenarios por Moody's

Fuente: Santander Research



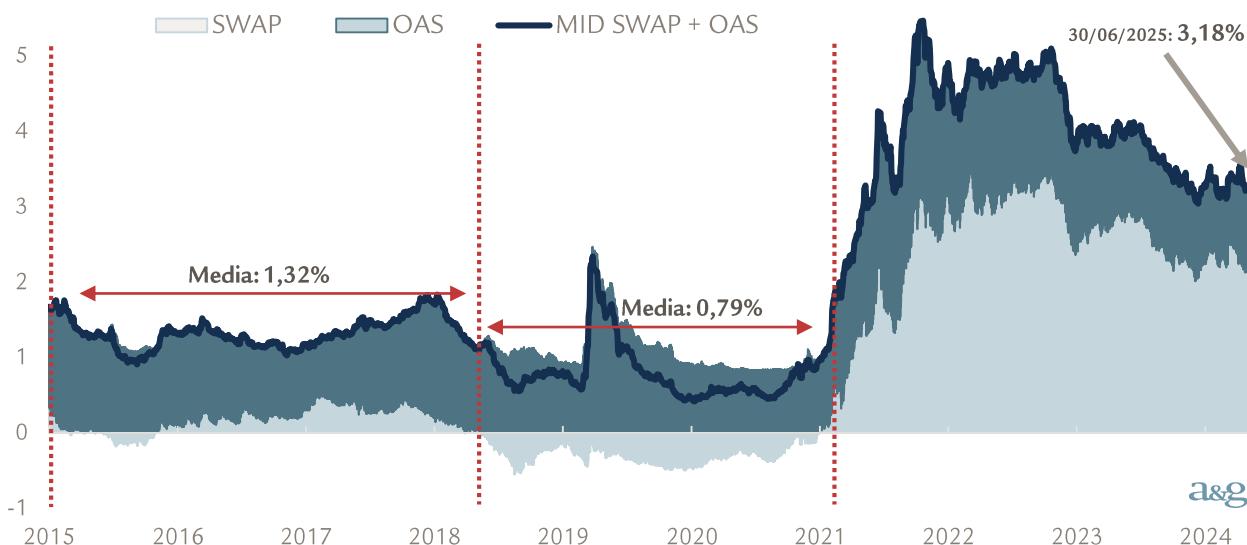
## Las rentabilidades totales siguen siendo interesantes para el inversor

A pesar de que podamos observar cierta volatilidad en los tipos de interés y esperar que, en algún momento, se produzca una ampliación en los diferenciales de crédito, la situación actual permite al inversor conservador aprovechar las oportunidades. Actualmente, es posible superar la inflación sin asumir riesgos excesivos, gracias al atractivo rendimiento que ofrece la renta fija de alta calidad. Sin embargo, las rentabilidades totales siguen siendo interesantes para el inversor conservador y deberían seguir atrayendo a compradores.

### Rentabilidad esperada en Grado de Inversión

Fuente: Elaboración propia

6



Tal y como podemos observar, mediante la toma de exposición a crédito de calidad, a través de una cartera con estructura: 40% gobiernos, 40% deuda senior Investment Grade y 20% en subordinados, podemos valorar los escenarios proyectados. A 12 meses, si la inflación se mantiene elevada (escenarios marcados en rojo) los tipos de interés podrían repuntar por un escenario de tipos altos durante más tiempo, y, siendo cautos, con el crédito ampliando ligeramente, obtendríamos rentabilidades de entre el 1,2% y del 2,5%. Si por el contrario, la economía va hacia un aterrizaje suave (escenario marcado en azul), deberíamos ver bajadas de tipos, con un Bund cotizando más cerca del 2%-2,20% y manteniendo unos repuntes moderados en los diferenciales de crédito, que nos llevaría a rentabilidades cercanas al 5%, con un rating emisión A- y rating emisor A.

### Análisis de sensibilidad cartera crédito y gobiernos

Fuente: Elaboración propia a 30/06/2025

		Tipos de interés						
		-75	-50	-25	0	25	50	75
Diferenciales de crédito	-75	9,1%	7,8%	6,5%	5,2%	4,0%	2,7%	1,4%
	-50	8,6%	7,3%	6,0%	4,7%	3,5%	2,2%	0,9%
	-25	8,1%	6,8%	5,5%	4,2%	3,0%	1,7%	0,4%
	0	7,6%	6,3%	5,0%	3,8%	2,5%	1,2%	-0,1%
	25	7,1%	5,8%	4,5%	3,3%	2,0%	0,7%	-0,6%
	50	6,6%	5,3%	4,0%	2,8%	1,5%	0,2%	-1,1%
	75	6,1%	4,8%	3,5%	2,3%	1,0%	-0,3%	-1,6%

Bajada en tipos de interés

Subida en tipos de interés

Reducción del diferencial

Aumento del diferencial



Fuente: Open AI

## 7.1 Divisas

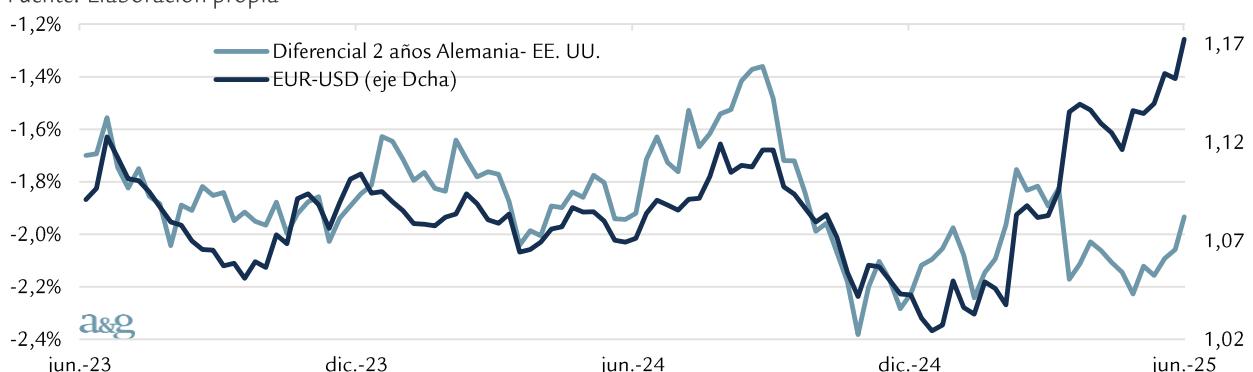
### ¿Sigue siendo el dólar la moneda refugio?

El dólar se ha debilitado de nuevo frente al euro y se sitúa por debajo de los mínimos de finales de abril. A la corrección cíclica y temporal tras años de fuertes entradas de capital en Estados Unidos se han sumado un menor peso de su condición de activo refugio tras la reducción de la incertidumbre sobre los aranceles, los temores a una reducción del excepcionalismo estadounidense tras las caóticas políticas del presidente Donald Trump y las expectativas de que el diferencial de crecimiento entre ambas regiones podría estrecharse. Este último se debió no sólo a los temores a una posible desaceleración en EE.UU., sino también a la euforia en torno al nuevo plan fiscal alemán que dio paso a un fuerte incremento de las rentabilidades de la deuda de la zona Euro acortando también el diferencial de tipos. Todo ello ha dado paso a un incremento de la brecha entre los diferenciales de rentabilidad USD-EUR y el tipo de cambio

No obstante, a medio plazo hay varios factores que respaldan la posibilidad de que el dólar esté cerca de sus mínimos. Por un lado, los diferenciales de crecimiento y de rentabilidades de la deuda, aunque algo más moderados, se mantienen a favor de Estados Unidos y los riesgos se han revertido. Los temores a una desaceleración de la economía estadounidense han cedido mientras que la euforia en torno al plan fiscal alemán ha cedido, dando paso a previsiones más moderadas. Por otro lado, el dólar creemos que se seguirá beneficiando de su condición de activo refugio en un entorno de elevada incertidumbre tanto comercial como geopolítica, pendientes de que venza la tregua en la aplicación de los aranceles recíprocos a principios de julio.

#### Diferencial de la deuda a 2 años vs cotización Euro / Dólar

Fuente: Elaboración propia





Fuente: Open AI

## 7.2 Materias Primas

### Pese a la incertidumbre, el precio del petróleo mantiene la tendencia a la baja

El precio del petróleo subió durante el recrudecimiento del conflicto entre Israel e Irán, pero se mantuvo en un rango relativamente contenido con el Brent por debajo de los 80 \$/barril aunque pendiente de las amenazas de Irán de cerrar el estrecho de Ormuz por donde circula en torno al 20% de crudo mundial.

El hecho de que las amenazas de Irán no se materializaran y la desescalada del conflicto impulsaron la reacción del precio del petróleo, que se desplomó con el Brent en niveles inferiores a los de inicio del mes de junio y continuando con la reciente tendencia a la baja. Esta se debe fundamentalmente al incremento de la oferta, tras el acuerdo de la OPEP+ de reducir los recortes voluntarios de producción y aumentar la producción de petróleo en unos 411.000 barriles diarios desde mayo 2025. Con todo ello, y pese a la fragilidad del alto el fuego entre Israel e Irán, mientras ambas partes se muestren reacias a atacar las infraestructuras energéticas o a interrumpir los flujos marítimos a través del Estrecho de Ormuz, creemos que el precio del petróleo se mantendrá en niveles moderados.

#### Evolución del precio del Brent

Fuente: Elaboración propia



# 8. Posicionamiento

Durante el vertiginoso trimestre pasado, los mercados financieros acusaron riesgos a la baja en materias como la guerra comercial, conflictos bélicos, tensiones inflacionistas y política monetaria. A pesar de la debacle inicial, el efecto neto ha sido positivo, soportado por unos datos económicos que apuntan a una resiliencia del crecimiento global y a una progresiva estabilización de los tipos de interés. En Estados Unidos, por ejemplo, el trimestre finaliza en máximos históricos gracias al dinamismo del sector tecnológico, mientras que en Europa los avances fueron más contenidos, afectados por una recuperación económica más débil acompañada de una apreciación de su divisa.

Si nos enfocamos en las principales clases de activos, nuestro posicionamiento es moderadamente positivo en renta variable, a pesar que los riesgos no hayan desaparecido totalmente y las valoraciones sigan siendo exigentes, ya que los fundamentales corporativos siguen siendo sólidos. Los buenos resultados obtenidos en el primer trimestre, las perspectivas para final de año de los mismos y la expectativa de posibles recortes de tipos por parte de la Reserva Federal favorecen unas valoraciones más atractivas de los activos de riesgo. En cuanto a la renta fija, mantenemos nuestra preferencia frente al mercado monetario. Aunque los activos monetarios aún ofrecen rentabilidades relativamente atractivas en el corto plazo, creemos que la oportunidad de optar por rendimientos más elevados con duraciones intermedias es más interesante desde una perspectiva estratégica.

Profundizando en nuestro posicionamiento en renta variable, aunque Europa cada vez nos parece más interesante, mantenemos la sobreponderación en Estados Unidos. Su economía ha mostrado y demostrado mayor capacidad de adaptación, un crecimiento más robusto, capacidad de mejora en rentabilidad y eficiencia y un mercado laboral sólido. Además, el liderazgo tecnológico de las compañías norteamericanas ofrece una ventaja competitiva sostenida, en contraste con Europa, donde el crecimiento es más débil y el entorno político y regulatorio genera incertidumbre

adicional. Por otra parte, mejora nuestro sentimiento sobre los mercados emergentes, apoyados por la estabilización del crecimiento en China, la recuperación de las exportaciones en Asia, valoraciones atractivas y un creciente interés por su sector tecnológico.

En renta fija corporativa, nos mantenemos defensivos, manteniendo nuestra preferencia por activos conservadores frente a los de alta rentabilidad. Las primas de riesgo han disminuido significativamente, lo que reduce su atractivo en relación con los riesgos asumidos. Para aquellos inversores dispuestos a asumir mayor riesgo, seguimos pensando que tienen mayor liquidez y valor aquellos subordinados de compañías sólidas, con buena calidad de balance, buena calificación crediticia y generación de caja predecible y sostenible.

Finalmente, nuestra visión sobre el dólar estadounidense es neutral. Tras un periodo prolongado de fortaleza, en parte debido al excepcionalísimo americano y a la política monetaria restrictiva de la Fed, el margen de apreciación parece haberse reducido. Sin embargo, su severa corrección y nuestra convicción que seguirá siendo una divisa refugio en momentos de aversión al riesgo, nos invitan a considerarlo un activo atractivo a medio plazo. Su evolución dependerá en gran medida de los flujos de capital hacia activos de riesgo y de la divergencia de políticas monetarias a ambos lados del Atlántico. Esta neutralidad también favorece la diversificación geográfica en las carteras, especialmente en activos denominados en divisa local de mercados emergentes.

En resumen, el entorno de inversión sigue presentando desafíos, pero también oportunidades claras. Apostamos por una combinación de renta variable selectiva y renta fija conservadora, con una estrategia flexible y diversificada, capaz de adaptarse a los movimientos del ciclo económico y a la evolución de los mercados globales.

## Asset Allocation



- Neutrales en renta variable, con una inversión del 90% del máximo riesgo
- Sobreponderados en renta fija respecto la liquidez

## Posicionamiento Geográfico



- Positivos en Estados Unidos
- Neutrales en Europa
- Neutrales en mercados emergentes

## Estilos de Inversión



- Positivos en pequeñas y medianas compañías
- Neutrales en growth respecto a value
- Neutrales en cíclicas respecto a defensivas

## Renta Variable

### Positivos en Estados Unidos

A pesar de sus valoraciones exigentes, nuestra perspectiva positiva se basa en aspectos como su resiliencia económica, su liderazgo global en innovación y una política monetaria en transición hacia menores tipos. La economía estadounidense ha evitado una recesión gracias a un consumo sólido y un mercado laboral robusto, lo que ha sostenido unos beneficios corporativos con crecimientos cercanos al doble dígito. Además, sectores como inteligencia artificial, tecnología y energías limpias lideran el crecimiento global, impulsados por empresas con sólidos balances y márgenes operativos elevados. La expectativa de recortes de tipos por parte de la Reserva Federal mejoran aún más las valoraciones y el apetito por activos de riesgo. A esto se suman los beneficios de la depreciación del dólar y la profundidad de los mercados financieros. Frente a un entorno global más incierto, la renta variable estadounidense ofrece una combinación atractiva de crecimiento, solidez y potencial de rentabilidad, especialmente en sectores tecnológicos y compañías de mediana capitalización.

### Neutrales en Europa

Es una realidad que Europa está viviendo una mejora significativa respecto a años anteriores. Su economía ha mostrado signos de recuperación, con menor inflación, estabilización en los precios de la energía y una política monetaria del BCE más acomodaticia lo que ha mejorado la confianza empresarial y la del consumidor. Además, sectores rezagados como eléctricas, inmobiliario, industriales y consumo cíclico han comenzado a recuperarse, apoyados por valoraciones con cierto descuento respecto a otras economías desarrolladas, dividendos estables y cierto empuje fiscal, especialmente por parte de Alemania. Sin embargo, persisten retos como el bajo crecimiento estructural, la fragmentación política, una alta propensión al ahorro, y una menor exposición a sectores de alto crecimiento como tecnología e inteligencia artificial, donde EE.UU. domina. Aunque la renta variable europea ha tenido un comportamiento relativo superior en lo que va de año, su continuidad en el tiempo no parece fácil. Por ello, se justifica una postura neutral: hay oportunidades selectivas, pero el contexto macro y político limitan un posicionamiento claramente positivo.

### Neutrales en Emergentes

Nos centramos en la parte asiática, por su potencial económico y peso en los mercados, donde hemos mejorado nuestra visión de negativa a neutral, basándonos en señales claras de recuperación, estabilización y cierto descuento en sus valoraciones respecto a los mercados desarrollados. Después de años de desaceleración, especialmente en China, la reapertura económica tras las restricciones de la pandemia ha impulsado el consumo interno y la inversión. Además, las políticas gubernamentales han comenzado a flexibilizarse, con estímulos centrados en fomentar el consumo privado, reactivar sectores clave y promover la innovación tecnológica. La mejora en las relaciones comerciales y la diversificación de las cadenas de suministro también apoyan el crecimiento. Aunque persisten riesgos como las tensiones geopolíticas y los desafíos regulatorios, la combinación de valoraciones atractivas y un crecimiento más estable justifica un posicionamiento neutral. En conjunto, el panorama indica que Asia, especialmente mercados clave como China, Corea del Sur y Taiwán, están superando obstáculos de índole estructural, lo que permite adoptar una visión menos pesimista y más equilibrada hacia la renta variable asiática.

### Neutrales en crecimiento respecto a valor

Nuestra neutralidad responde a cierta incertidumbre en el ciclo económico y en las valoraciones. Las compañías de crecimiento, especialmente en tecnología e innovación, mantienen un potencial atractivo gracias a avances en inteligencia artificial y digitalización, pero presentan múltiples elevados y mayor sensibilidad a unos tipos de interés que no terminan de ceder. Por otro lado, las compañías de valor, con fuerte presencia en sectores tradicionales como energía, finanzas e industria, ofrecen estabilidad, flujos de caja sólidos y dividendos atractivos, beneficiándose de una posible recuperación económica y subidas de precios de materias primas. Sin embargo, su crecimiento puede ser más limitado en un entorno de desaceleración global. Por ello, una visión neutral permite equilibrar riesgos y oportunidades, aprovechando la diversificación entre innovación y estabilidad en diferentes sectores y estilos de inversión.

## Positivos en pequeñas y medianas compañías respecto a grandes

Nuestra tesis se basa en sus valoraciones atractivas, su mayor potencial de crecimiento y flexibilidad. Suelen ser más ágiles para adaptarse a cambios económicos y aprovechar nichos de mercado emergentes, lo que les permite crecer más rápido que las grandes corporaciones establecidas. Están valoradas de forma más atractiva tras periodos de volatilidad, ofreciendo oportunidades de revalorización significativas. También se benefician de la recuperación económica y posibles recortes en tipos de interés, que facilitan su acceso a financiación. Aunque tienen mayor riesgo, su exposición a sectores cíclicos y de innovación puede generar rendimientos superiores en un entorno favorable. .

## Neutrales en sectores defensivos respecto cílicos

Nuestra idea es reflejar un equilibrio entre estabilidad y oportunidad de crecimiento. Las compañías defensivas, como salud, servicios públicos y consumo básico, ofrecen ingresos estables y resistencia en entornos económicos inciertos o de desaceleración, protegiendo el capital ante volatilidad. Por otro lado, las compañías cíclicas, vinculadas a sectores como industria, consumo discrecional y energía, pueden beneficiarse de una recuperación económica y aumento de la demanda, ofreciendo potencial de crecimiento y mayores rentabilidades en fases de expansión. Sin embargo, están más expuestas a riesgos macroeconómicos y fluctuaciones de mercado. Dado que el panorama económico muestra señales mixtas entre estabilidad y posibilidad de crecimiento moderado, una visión neutral permite diversificar riesgos y aprovechar las oportunidades de ambos estilos de inversión según evolucione el ciclo económico

## Renta Fija

### Positivos en duración

En un entorno de tipos relativamente altos como el actual, los bonos de mayor duración tienden a ofrecer mayores rendimientos debido a la positivización de la curva. Además, si la política monetaria se relaja y las tasas de interés comienzan a reducirse, los bonos con mayor duración deberían experimentar una apreciación significativa en su precio, generando plusvalías a los tenedores. Con la expectativa de que los tipos de interés, en muchos mercados están cerca de máximos, la renta fija a largo plazo gana atractivo, ya que los rendimientos actuales pueden ser superiores a los que se esperen en el futuro cercano. La positivización de la curva europea junto con el incremento de los tipos a lo largo de la misma suponen una oportunidad interesante para la inversión en bonos europeos. Creemos que el efecto en tipos de la expansión fiscal alemana será limitado y que nos mantendremos en la senda bajista de unos tipos que seguirán por encima de la inflación. Los plazos medios y largos de la curva serán los que más se beneficien en este contexto. Por ahora nos sentimos cómodos manteriéndonos en renta fija europea, si bien es cierto que niveles cercanos del 5% del bono americano a 10 años, pueden ser razonables para incrementar posición y duración en Estados Unidos.

### Positivos en gobiernos respecto a crédito

A pesar de encontrarnos en un buen entorno para los bonos privados, con unos tipos a la baja, beneficios empresariales estables y compañías bien financiadas que deben limitar los aumentos en las tasas de morosidad, creemos que los diferenciales de crédito están a unos niveles demasiado estrechos en un momento que los bonos gubernamentales ofrecen rentabilidades razonables. Esperaríamos incremento de los diferenciales para tomar posiciones.

## Positivos en híbridos y AT1s respecto a High Yield

Aunque el viento de cola es positivo, evitaríamos las compañías con peor calificación crediticia a estos niveles. Ya estamos viendo fuertes repuntes en diferenciales de crédito de los eslabones más débiles que esperamos que se transmitan progresivamente a las calificaciones más bajas. A ese nivel de rentabilidades y a pesar de su subordinación, preferimos híbridos corporativos de aquellas compañías sólidas, con buena calidad de balance y que gozan del grado de inversión como emisor. Los AT1s también gozan de buenas señales, con un mercado primario y amortizaciones a la call que van volviendo a la normalidad, buenos resultados de la banca, atractivos datos de solvencia, mejoras de los ratings crediticios y el respaldo de los reguladores. **Son dos de nuestras principales posiciones.**

## Divisas

### Neutrales en dólar

Estaríamos neutrales con el par euro/dólar al existir actualmente factores contrapuestos que generan incertidumbre en ambas divisas. Por un lado, la eurozona se enfrenta a un crecimiento económico moderado, lo que limita el potencial de apreciación de su divisa. Por otro lado, la economía de Estados Unidos muestra señales mixtas: aunque hay indicios de cierta desaceleración, la Reserva Federal mantiene una política monetaria relativamente restrictiva para controlar la inflación, apoyando al dólar. Además, las tensiones geopolíticas y los datos económicos fluctuantes contribuyen a la indecisión del mercado. En este contexto, no hay una dirección clara para el euro/dólar, lo que justifica una postura neutral mientras se esperan señales más definidas que impulsen una tendencia clara en alguna dirección en cualquiera de las dos divisas. Los niveles actuales, cercanos a la media histórica del par, unido a que el dólar pueda volver a ser un activo alcista en momentos de riesgo, actuando una vez más como moneda refugio, nos invitan a tener cierta inclinación a ir acumulando dólares pensando en el medio plazo.

## Inversiones en Mercados Privados

### Positivos en mercados privados

Desde el máximo del año 2021, la captación de fondos para la inversión en Mercados Privados se ha visto mermada principalmente a causa del incremento de los costes de financiación y a unas perspectivas de crecimiento inciertas. Vemos oportunidades en macrotendencias mundiales como la transición energética o en el inmobiliario Español por el fuerte desajuste entre la oferta y la demanda dentro del sector residencial.

En este entorno de reducción general en captación de capitales, de reducción de actividad y con unos resultados de gestión durante los dos últimos años por debajo de su media histórica, creemos que las valoraciones actuales y el nuevo entorno macroeconómico de reducción de costes de financiación en el que nos adentramos son un viento de cola para los mercados privados.



Infraponderar      Neutral      Sobreponderar

### Cambio Clase de Activos

= Renta Variable



= Renta Fija



= Liquidez



= Renta Variable

= Europa



= USA



▲ Emergentes



### Relativos

= Europa / USA



▼ Desarrollados / Emergentes



= Growth / Value



= Large / Small and Mid Caps



= Cíclicos / Defensivos



= Asia / Resto Emergentes



= Renta Fija

= Duración



### Relativos

= Gobiernos / Crédito



= Grado de Inversión / Alta rentabilidad



### Divisas

▼ USD



= Inversiones en Mercados Privados







[www.ayg.es](http://www.ayg.es)

El presente documento contiene exclusivamente información relativa a cifras y hechos del mercado. La presente documentación no propone, sugiere ni recomienda estrategias de inversión o tomas de decisión sobre valores o instrumentos financieros, no contiene valoraciones o juicios de valor sobre decisiones de inversión, ni constituye un informe de inversiones, un análisis financiero u otra forma de recomendación general relativa a operaciones sobre instrumentos financieros, su precio, su valor presente o futuro o a sus emisores, elaborada con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones. Queda prohibida su transmisión a terceros, copia o reproducción sin el consentimiento previo y expreso de A&G