



Fundamentos sólidos en un entorno incierto

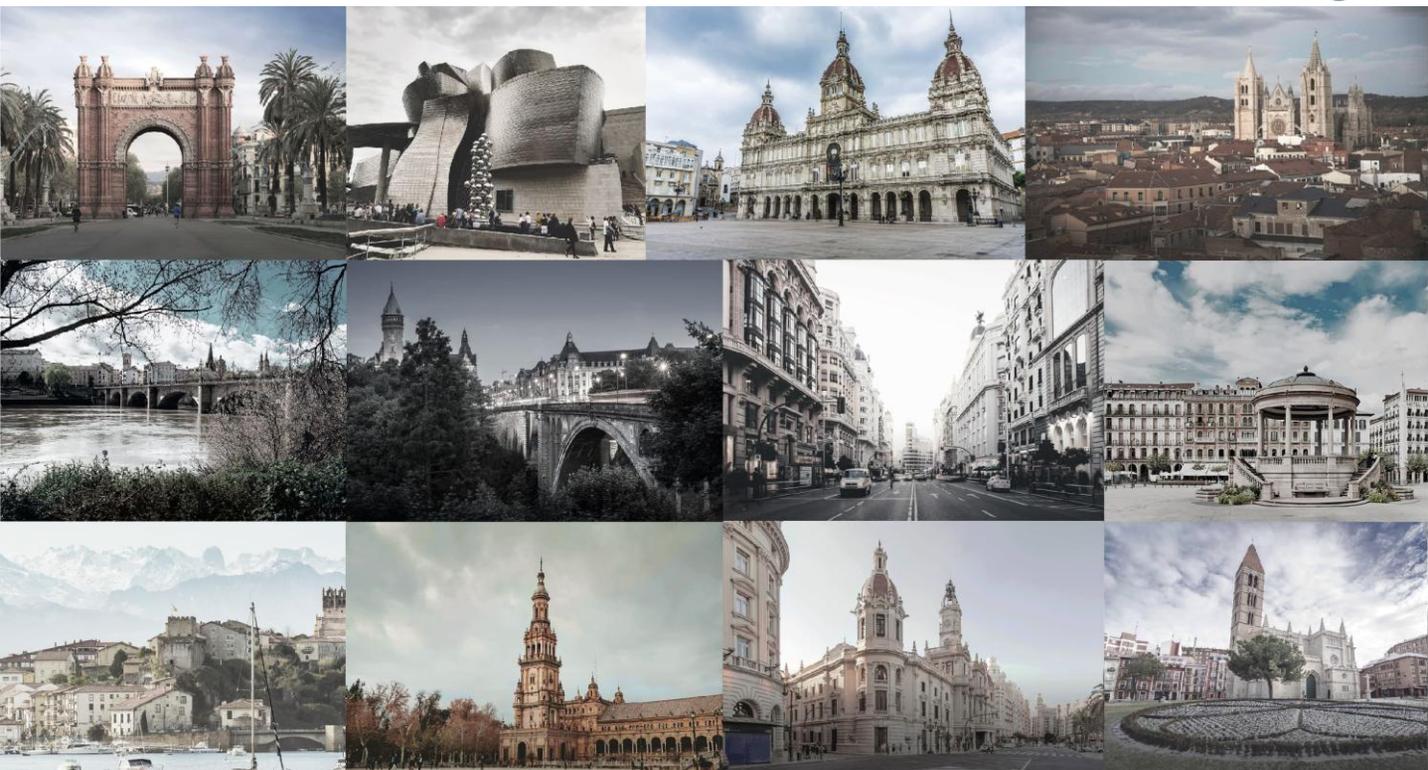
Estrategia 4T 2025

1 de octubre de 2025

Soluciones de Inversión | solucionesdeinversion@ayg.es

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA



Índice

- 1 Estrategia 4T 2025: Fundamentos sólidos en un entorno incierto
- 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

1. Estrategia 4T 2025

El mundo está hoy más revuelto que los mercados. Si uno observa las variables tradicionales que determinan el pulso de la economía, —crecimiento, inflación y tipos de interés—, **el entorno continúa siendo relativamente favorable para los activos de riesgo**. El crecimiento se mantiene en niveles bajos, pero resiliente, la inflación ha dejado de ser un problema y los tipos de interés en EEUU van a seguir bajando y por tanto, soportando el consumo. Todo ello configura un escenario central razonablemente positivo para las bolsas y el crédito.

Además, no creemos que el mundo vaya hacia una recesión. Al contrario: tras la desaceleración reciente, **la economía global muestra señales de estabilización**, y de cara al próximo año esperamos una recuperación hacia tasas de crecimiento más sanas y sostenibles. Especialmente relevante resulta el caso de Estados Unidos, donde los beneficios empresariales siguen creciendo a doble dígito. Este dinamismo corporativo es un pilar de apoyo esencial para los mercados de renta variable, y contrasta con la visión más pesimista que dominaba hace apenas unos trimestres.

No debe preocuparnos en exceso el hecho de que los índices bursátiles estén en máximos históricos. De hecho, a lo largo del tiempo, los mercados alcanzan máximos con frecuencia y las rentabilidades logradas invirtiendo días en los que la bolsa está en sus niveles máximos históricos, se ha demostrado en general, una buena estrategia.

Lo que sí es cierto es que **las subidas recientes han sido muy verticales**: el MSCI World acumula más de un +35% en apenas seis meses, algo que solo hemos visto en momentos excepcionales —post Covid, tras la crisis financiera y en 1999. Esa intensidad justifica cierta **prudencia y por eso nuestro posicionamiento en renta variable es neutral** y no sobre ponderar. Al analizar diferentes variables de posicionamiento y sentimiento inversor, llegamos a la conclusión de que quizá haya cierta complacencia, pero en absoluto estamos en un modo de euforia que nos obligue a pensar en un giro inminente.

Con ese escenario central y dando muy baja probabilidad a la recesión en los próximos 12-18 meses, descartamos, salvo shock exógeno imprevisible, un escenario de fuertes caídas en los mercados. Las carteras deben estar preparadas para navegar episodios de volatilidad, pero con la convicción de que el escenario central sigue siendo constructivo y por eso, en el contexto actual seremos más compradores de posibles bajadas, que vendedores de las subidas.

Siempre defendemos que el factor de mayor relevancia es el consumidor estadounidense y esta vez, coincidimos con la Reserva Federal en señalar el mercado laboral como el principal factor de riesgo. El problema de los datos de empleo es que son un indicador muy retardado y por eso seguimos muy de cerca variables de consumo, que nos ofrecen una visión más pegada a la realidad.

El recorte en el crecimiento y repunte inflacionista que muchos auguraban, consecuencia de la política arancelaria de Trump no ha llegado. Quizás esos efectos nunca se materialicen, como sostiene el propio Trump, o quizás, aunque aún no los hayamos visto, terminen llegando, pero podemos afirmar con poco miedo a equivocarnos, que los escenarios apocalípticos descritos en las fechas posteriores al día de la liberación, quedan eliminados.

En conclusión, **el escenario principal es favorable, pero no exento de incertidumbre**. La clave está en mantener un enfoque equilibrado: aprovechar las oportunidades que brinda el ciclo sin perder de vista los riesgos que acechan en la periferia. La diversificación, la calidad y la prudencia en la gestión son, una vez más, el mejor escudo para navegar este entorno.

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										
Global	3,0%	3,0%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%	4,2%	4,2%	3,8%	3,6%	3,5%	3,4%						
EEUU	2,8%	2,8%	1,6%	1,8%	1,7%	1,8%	3,0%	3,0%	2,8%	2,8%	2,8%	2,9%	4,5%	4,5%	4,1%	3,9%	3,5%	3,3%
Zona Euro	0,7%	0,7%	1,1%	1,2%	1,1%	1,1%	2,4%	2,4%	2,1%	2,1%	1,9%	1,8%	3,2%	3,2%	1,9%	2,2%	1,9%	2,2%
Alemania	-0,2%	-0,2%	0,3%	0,3%	1,0%	1,1%	2,5%	2,5%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%						
Francia	1,1%	1,1%	0,6%	0,6%	0,9%	0,9%	2,3%	2,3%	1,1%	1,1%	1,7%	1,6%						
Italia	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,8%	0,8%	1,1%	1,1%	1,8%	1,8%	1,6%	1,6%						
España	3,1%	3,1%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,8%	2,8%	2,4%	2,5%	2,0%	2,0%						
Reino Unido	0,8%	0,8%	1,2%	1,3%	1,1%	1,1%	2,5%	2,5%	3,3%	3,4%	2,5%	2,5%	4,8%	4,8%	3,8%	3,8%	3,2%	3,3%
Canadá	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,3%	1,2%	2,4%	2,4%	2,1%	2,0%	2,1%	2,0%	3,3%	3,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Rusia	3,7%	3,7%	1,3%	1,0%	1,4%	1,2%	8,4%	8,4%	9,1%	8,9%	5,6%	5,5%	21,0%	21,0%	14,9%	15,4%	10,0%	10,6%
Brasil	3,4%	3,4%	2,3%	2,2%	1,7%	1,6%	4,4%	4,4%	5,2%	5,1%	4,4%	4,2%	12,3%	12,3%	15,0%	15,0%	12,4%	12,4%
Asia																		
Japón	0,1%	0,1%	1,0%	1,0%	0,8%	0,7%	2,7%	2,7%	3,0%	3,0%	1,8%	1,8%	0,3%	0,3%	0,7%	0,7%	1,0%	0,9%
China	5,0%	5,0%	4,7%	4,8%	4,2%	4,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	1,0%	0,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,5%	1,7%	1,3%
India	7,8%	7,8%	6,4%	6,4%	6,4%	6,5%	4,8%	4,8%	4,6%	4,6%	3,2%	2,8%	6,5%	6,5%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%

* Estimación del informe mensual de septiembre de 2025

3. Evolución por clases de activos

Precios a cierre del 30/09/2025

RENTA VARIABLE

Global	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2024	2023
BLOOMBERG World Large & Mid Caps € Hedge	2.004	3,31%	7,24%	13,08%	17,48%	17,83%
MSCI All Countries EURHedge	4.324	3,46%	7,41%	13,25%	19,35%	19,27%
BLOOMBERG World Large & Mid Caps EUR	2.110	3,00%	7,23%	3,03%	23,45%	20,28%
MSCI All Countries EUR	360	3,09%	7,18%	3,15%	23,46%	16,02%
SINT BBG World Large & Mid 50 € / 50 € Hedge	2.057	3,15%	7,24%	8,06%	20,47%	19,06%
MSCI World EURHedge	293	2,95%	6,73%	12,11%	18,20%	18,98%
MSCI World Growth	6.764	4,50%	8,44%	17,28%	25,10%	35,95%
MSCI World Value	4.222	1,54%	5,34%	14,89%	9,00%	8,67%
Europa	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2024	2023
EuroStoxx50	5.530	3,33%	4,28%	12,95%	8,28%	19,19%
Stoxx 600	558	1,46%	3,11%	9,96%	5,98%	12,74%
Ibex35	15.475	3,61%	10,60%	33,46%	14,78%	22,76%
FTSE100	9.350	1,78%	6,73%	14,41%	5,69%	3,78%
MSCI Europe Growth	209	2,57%	1,64%	4,16%	4,47%	14,45%
MSCI Europe Value	155	0,53%	4,79%	15,68%	6,90%	11,08%
Estados Unidos	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2024	2023
S&P500	6.688	3,53%	7,79%	13,72%	23,31%	24,23%
Nasdaq Composite	22.660	5,61%	11,24%	17,34%	28,64%	43,42%
Dow Jones	46.398	1,87%	5,22%	9,06%	12,88%	13,70%
Russell 1000	3.656	3,35%	7,66%	13,50%	22,84%	24,51%
Russell 2000	2.436	2,96%	12,02%	9,25%	10,02%	15,09%
MSCI USA Growth	14.801	5,15%	10,54%	17,57%	34,21%	44,29%
MSCI USA Value	4.058	1,74%	4,89%	10,70%	11,63%	6,45%
Asia	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2024	2023
Nikkei 225	44.933	5,18%	10,98%	12,63%	19,22%	28,24%
MSCI Asia ex Japan	878	6,62%	10,24%	24,72%	9,75%	3,60%
MSCI India	2.903	1,13%	-3,72%	2,09%	14,33%	20,25%
MSCI China	90	9,32%	19,00%	38,91%	15,66%	-13,22%
Shanghai Composite	3.883	0,64%	12,73%	15,84%	12,67%	-3,70%
Emergentes	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2024	2023
MSCI Emerging Markets Local Currency	82.980	6,86%	11,61%	21,97%	10,54%	7,07%
MSCI EM USD	1.346	6,96%	10,08%	25,16%	5,05%	7,04%
MSCI EM EUR	585	6,74%	10,53%	12,39%	14,68%	6,11%
MSCI EM Currency Index USD	1.843	0,45%	-0,47%	6,67%	-0,73%	4,80%
Sectorial (MSCI World)	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2024	2023
Energía	264	-0,53%	5,43%	8,47%	-0,37%	-0,72%
Materiales	378	2,10%	7,96%	17,52%	-7,46%	11,72%
Industria	493	2,24%	4,43%	21,77%	11,65%	21,22%
Consumo Discrecional	499	2,68%	8,10%	6,71%	20,36%	33,55%
Consumo Estable	295	-2,16%	-2,39%	5,55%	3,45%	0,06%
Salud	362	0,84%	2,66%	2,60%	-0,14%	2,38%
Financiero	221	0,76%	4,95%	20,78%	23,75%	13,08%
Tecnología	961	7,41%	12,19%	21,40%	32,18%	52,27%
Servicios de Comunicación	159	4,62%	10,54%	25,16%	32,57%	44,03%
Utilities	196	3,24%	4,61%	19,52%	9,96%	-2,51%
Inmobiliario	1.086	-0,09%	2,07%	6,88%	-0,59%	6,78%

3. Evolución por clases de activos

Precios a cierre del 30/09/2025

RENTA FIJA

Tipos	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2024	2023
Gobiernos 2 años Estados Unidos (pb)	3,61%	-1	-11	-63	-1	-18
Gobiernos 5 años Estados Unidos (pb)	3,74%	4	-6	-64	0	0
Gobiernos 10 años Estados Unidos (pb)	4,15%	-8	-8	-42	69	0
Gobiernos 30 años Estados Unidos (pb)	4,73%	-20	-4	-5	0	0
Tipos Swap 2 años EEUU	3,40%	1	-9	-68	1	-38
Tipos Swap 5 años EEUU	3,39%	6	-4	-65	51	-22
Tipos Swap 10 años EEUU	3,66%	-3	-3	-41	60	-8
Tipos Swap 30 años EEUU	3,93%	-15	3	0	0	0
Diferencia Tipos gobierno -Swap 10 años EEUU	0,49%	-4	-5	0	9	9
Gobiernos 2 años Alemania (pb)	2,02%	8	16	-6	-32	-36
Gobiernos 5 años Alemania (pb)	2,31%	5	14	16	21	-63
Gobiernos 10 años Alemania (pb)	2,71%	-1	10	34	34	-55
Gobiernos 30 años Alemania (pb)	3,28%	-6	18	68	33	-28
Tipos Swap 2 años zona Euro	2,16%	10	15	-4	-60	-60
Tipos Swap 5 años zona Euro	2,38%	7	11	14	-19	-81
Tipos Swap 10 años zona Euro	2,68%	2	7	32	-13	-71
Tipos Swap 30 años zona Euro	2,90%	-2	14	74	0	0
Diferencia Tipos gobierno -Swap 10 años Alemania	0,03%	-3	3	3	47	16
Gobiernos 2 años España (pb)	2,11%	7	11	-14	-71	4
Gobiernos 5 años España (pb)	2,51%	0	4	-7	-4	-54
Gobiernos 10 años España (pb)	3,26%	-7	2	20	7	-67
Gobiernos 2 años Italia (pb)	2,24%	3	18	-18	-57	-33
Gobiernos 5 años Italia (pb)	2,76%	0	6	-10	-20	-97
Gobiernos 10 años Italia (pb)	3,53%	-5	6	1	-18	-102
Índices gobierno Europa 3-5 años	225	0,09%	0,22%	2,10%	2,52%	5,39%
Índices gobierno USA 3-5 años	401	0,12%	1,17%	5,60%	2,26%	4,46%

CRÉDITO

	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2024	2023
Diferencial Investment Grade Europa	56	0	1	-2	-1	-32
Índice Investment Grade Europa 3-5 años	261	0,27%	0,90%	3,22%	4,95%	7,77%
Diferencial High Yield Europa	262	-6	-20	-51	3	-164
Índice High Yield Europa 3-5 años	757	0,42%	1,76%	4,59%	7,93%	13,44%
Diferencial Investment Grade USA	52	1	1	2	-7	-25
Índice Investment Grade USA 3-5 años	322	0,43%	1,83%	6,51%	4,53%	7,05%
Diferencial High Yield USA	321	0	3	10	-45	-128
Índice High Yield USA 3-5 años	539	0,74%	2,45%	6,55%	8,29%	12,37%
Subordinados financieros	321	0,64%	1,43%	4,00%	6,79%	9,60%
AT1	200	1,17%	3,08%	7,37%	14,09%	12,99%
Gobiernos Emergentes Local Currency	160	0,18%	0,38%	7,49%	1,68%	6,91%

MATERIAS PRIMAS

	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2024	2023
Oro	3.858,96	11,92%	16,83%	47,04%	27,22%	13,10%
Brent	67,02	-1,61%	-0,87%	-10,21%	-3,12%	-10,32%
Metales Preciosos	381,41	11,21%	17,95%	43,24%	19,00%	4,11%
Metales Industriales	147,25	3,30%	-0,85%	4,94%	-1,63%	-13,72%

DIVISAS

	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2024	2023
Euro / Dólar	1,1734	0,41%	-0,45%	13,33%	-6,21%	3,12%
Euro / Libra	0,8727	0,83%	1,68%	5,47%	-4,55%	-2,08%
Euro / Yen	173,53	0,97%	2,21%	6,60%	4,53%	3,74%
MSCI EM Currency Index USD	1.842,86	0,45%	-0,47%	6,67%	-0,73%	4,80%

OTROS

	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2024	2023
Bitcoin	114.641	5,05%	6,54%	22,33%	120,46%	157,01%
Ethereum	4.196	-5,84%	67,57%	25,37%	46,63%	90,29%
Solana	210	2,43%	34,00%	8,91%	85,49%	-



Fuente: Grok

4. Perspectivas económicas

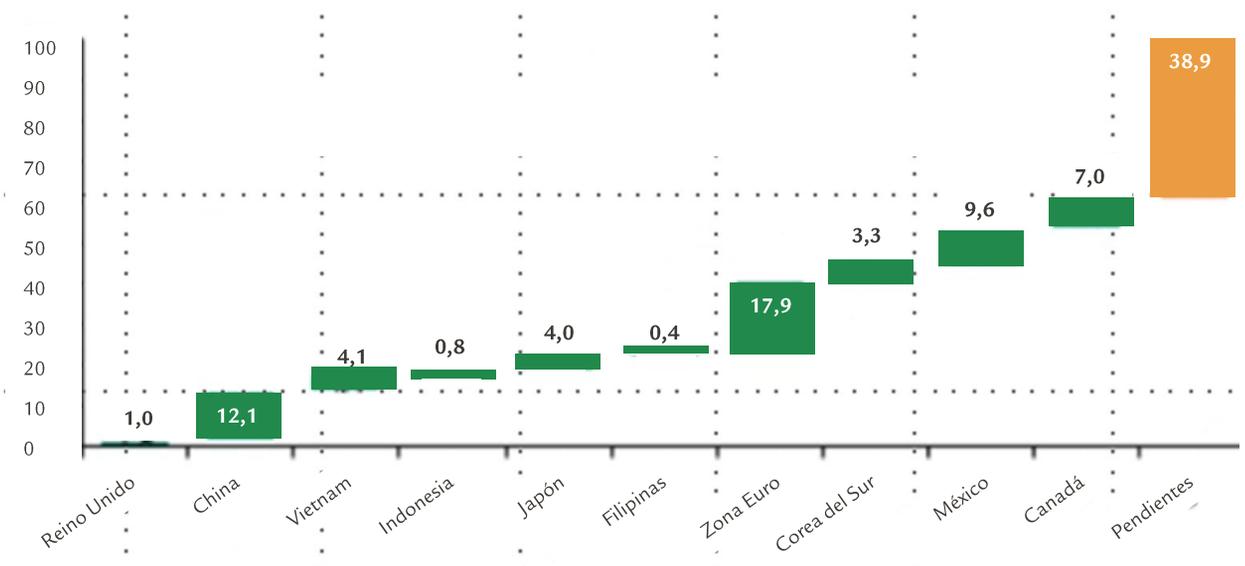
Clave 1: Crecimiento – La incertidumbre arancelaria disminuye

La mayor parte de las importaciones de EE. UU. ya están cubiertas por acuerdos arancelarios

Con más del 60% de las importaciones estadounidenses cubiertas por un nuevo acuerdo o uno ya existente como por ejemplo, el de Estados Unidos con México y Canadá, las empresas pueden comenzar a evaluar el impacto real de los aranceles. No obstante, la incertidumbre no se ha disipado. Todavía podemos ver cambios significativos en sectores clave, una vez que las investigaciones se completen en diciembre de este año y además seguimos pendientes de la decisión del Tribunal Supremo sobre la legalidad de los aranceles en noviembre. Aunque, incluso en este escenario, la administración estadounidense tendría opciones para mantener tasas arancelarias en niveles similares a los actuales.

EE.UU.: Porcentaje de importaciones cubiertas por un acuerdo comercial

Fuente: BNP Paribas

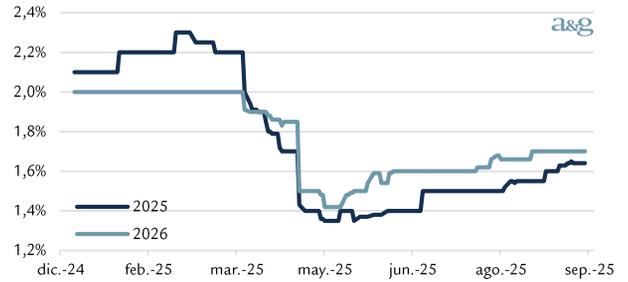


El crecimiento estadounidense recupera terreno aunque a niveles más moderados...

Los aranceles y las medidas de control de la inmigración que primaron en los primeros meses del segundo mandato de Trump alimentaron los temores a una recesión económica. El PIB se contrajo en el 1T en gran parte debido al fuerte adelantado de las importaciones. No obstante, tras el repunte del crecimiento en el 2T, los indicadores adelantados apuntan de nuevo a crecimientos, aunque más moderados a medida que los incentivos a la inversión de la Ley One Big Beautiful Bill Act y la mayor desregulación empiezan a surtir efecto.

EE.UU.: Evolución previsiones PIB

Fuente: Elaboración propia

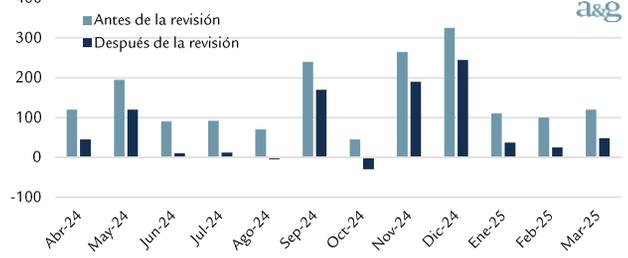


... pese a que el mercado laboral da señales de debilidad...

Los datos de creación de empleo en los 12 meses anteriores a marzo del 2025, se han revisado a la baja en 911.000 puestos, es decir, casi 76.000 menos cada mes. Esta revisión se hace regularmente debido a que los informes mensuales se elaboran a partir de encuestas y una vez al año, estas se comparan con el Censo Trimestral de Empleo y Salarios, no obstante, esta ha sido la mayor revisión a la baja en más de 25 años y sugiere que la fortaleza del mercado laboral se había sobrevalorado mucho antes del inicio de las políticas de Trump.

EE. UU.: Creación empleo mar.24-mar.25 (revisado)

Fuente: Elaboración propia



Además, el empleo solo creció en 27.000 puestos mensuales en los últimos cuatro meses, elevando la tasa de desempleo al 4,3%, su nivel más alto en casi cuatro años. No obstante, estos datos concuerdan mejor con los componentes de empleo de los indicadores adelantados, que desde hacía tiempo apuntaban a una menor demanda laboral, y no esperamos revisiones a la baja de estos indicadores.

EE.UU.: creación de empleo & tasa de paro

Fuente: Elaboración propia



... en parte por la caída de la inmigración que reduce el crecimiento laboral de equilibrio

La fuerte caída de la inmigración apunta a un nivel de creación de empleo de equilibrio menor. Los trabajadores nacidos en el extranjero representaron el 88% del crecimiento de la población activa estadounidense entre 2019 y 2024, y alcanzaron una cuota récord del 20% de la población activa a principios de este año.

Este cambio es especialmente relevante en sectores como la construcción, pero, en cualquier caso, la menor llegada de inmigrantes apunta a un ritmo más bajo de creación de nuevos puestos, ya que una fuerza laboral más pequeña requiere menos empleo adicional para mantener el equilibrio.

EE.UU.: Estimaciones nivel de crecimiento de empleo de equilibrio

Fuente: BNP Paribas



El consumo se desacelera pero no se desploma...

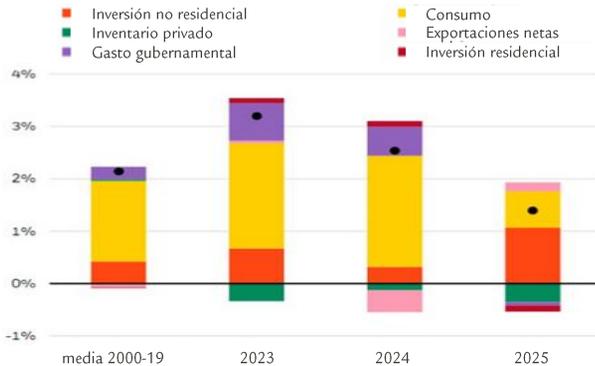
Las ventas minoristas aumentaron en agosto por tercer mes consecutivo lo que, apunta a la resistencia de la economía y sugiere que el crecimiento del 3T de 2025 debería mantenerse en el crecimiento tendencial o cerca de él. No obstante, si bien el crecimiento nominal de las ventas fue del 5% interanual, cuando lo ajustamos con la inflación tenemos un incremento más moderado del 2,1%. Esta moderación se espera que se mantenga en la medida en que los consumidores son sensibles a los cambios en los precios y los aranceles comienzan a tener un efecto restrictivo sobre la demanda.

... y la inversión toma el relevo

El crecimiento de la economía estadounidense en los últimos años ha estado impulsado por el consumo, pero en 2025 la inversión parece haber tomado el relevo. No obstante, la situación es desigual, ya que mientras que la residencial se mantiene muy contenida, la no residencial se ha disparado sostenida por el gasto en inteligencia artificial. Además, hay que destacar que aunque la creación de empleo se ha desacelerado, el crecimiento lo ha hecho en mucha menor proporción, lo que apunta a que podríamos estar ante nuevos incrementos de la productividad. Estos estarían en línea con los datos históricos que muestran que en comparación con otras economías desarrolladas, Estados Unidos es líder en productividad lo que le ha supuesto tradicionalmente una ventaja estructural y contribuye a su condición de líder económico.

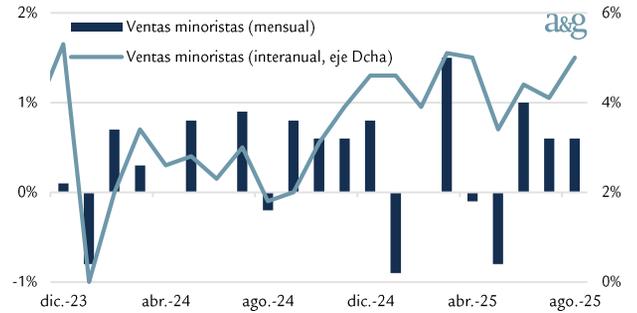
EE.UU.: PIB detalle por componentes

Fuente: BlackRock Investment Institute



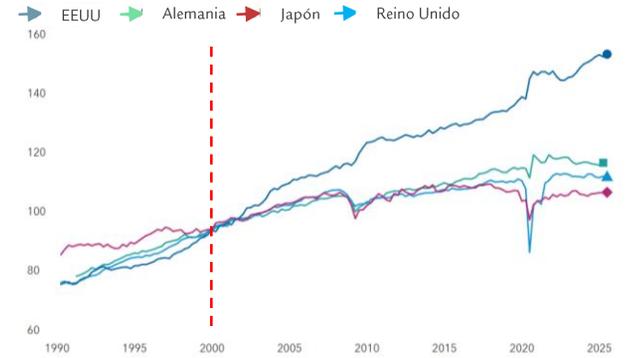
EE.UU.: Ventas minoristas

Fuente: Elaboración propia



EE.UU.: Evolución de la productividad (base 100 en el 2000)

Fuente: Capital Group



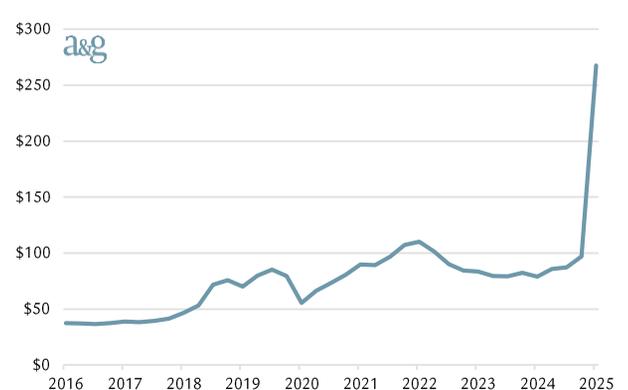
Además los efectos positivos de las políticas de Trump se empiezan a vislumbrar

Por un lado, los ingresos por los aranceles se han incrementado a niveles récord y están ayudando a compensar el déficit fiscal. Por otro, las medidas fiscales de la OBBBA se están trasladando a las empresas, en concreto las deducciones por inversión que además tienen carácter retroactivo para los gastos del año en curso.

Además, otras nuevas medidas fiscales de la OBBBA, como la eliminación de los impuestos sobre las propinas y las horas extras y la deducción de los intereses de los préstamos para la compra de automóviles, se espera que compensen parte del aumento de los precios al consumo.

EEUU: ingresos aduaneros (US\$mM)

Fuente: Elaboración propia



En la zona Euro el crecimiento sorprendió al alza en el 1T de 2025...

Durante la primera mitad del año, la economía de la zona Euro se ha mostrado resistente frente al fuerte incremento de la incertidumbre y los aranceles. Las estimaciones de crecimiento para 2025 se han ido revisando al alza impulsadas por el sólido crecimiento del 1T. Este fue más fuerte de lo estimado, impulsado por la anticipación de las exportaciones en previsión del aumento de los aranceles estadounidenses. No obstante, en el 2T, pese a que este efecto comenzó a desvanecerse, el consumo privado resistió gracias a la mejora de los ingresos reales. Para el 2025 y 2026 el BCE espera un crecimiento moderado del 0,3% trimestral, gracias a la mayor contribución del consumo privado y del gasto del gobierno. Este último impulsado por los estímulos fiscales relacionados con la defensa y las infraestructuras. Sin embargo, es probable que la debilidad de la demanda exterior, se prolongue hasta principios de 2026 ya que el aumento de los aranceles y el fortalecimiento del euro podrían provocar pérdidas continuadas en las exportaciones.

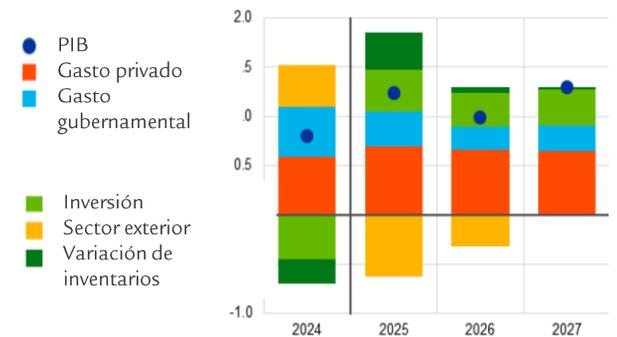
Zona Euro: Evolución prev. PIB para 2025 y 2026

Fuente: Elaboración propia



Zona Euro: Detalle de PIB

Fuente: BCE



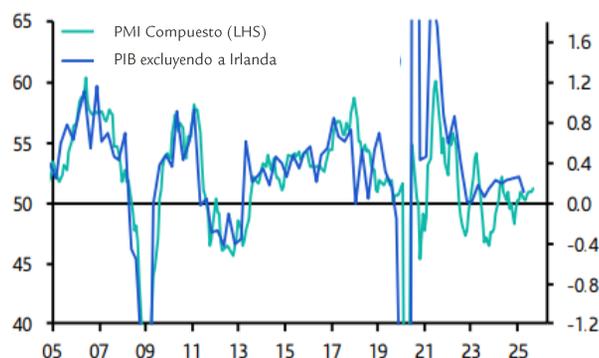
... pero los indicadores adelantados siguen apuntando a un crecimiento modesto en el año

En este sentido, el PMI compuesto de septiembre se incrementó, pero apunta a un crecimiento modesto de la economía en el 3T. El lento crecimiento del sector servicios vino acompañado de una desaceleración de la industria manufacturera, donde las empresas informaron de una caída de las exportaciones debido en parte al efecto decreciente de la anticipación de los aranceles. Dentro de la región, el crecimiento se aceleró en Alemania mientras que la recesión de Francia se agravó en medio de una creciente incertidumbre política.

Respecto a la política fiscal, todavía hay incertidumbre en torno a los planes presupuestarios de algunos gobiernos tras la cumbre de la OTAN de junio. El BCE espera que el déficit de la zona Euro se reduzca ligeramente en 2025, pero para el 2026, y pese a la necesidad de reducir los desequilibrios de algunos países como Francia, las previsiones son de un nuevo incremento debido al mayor gasto en defensa e infraestructuras alemán que se acelerará en 2026. Esto queda reflejado en las previsiones de crecimiento de Alemania que se revisan al alza para 2026, mientras que se mantienen para 2025.

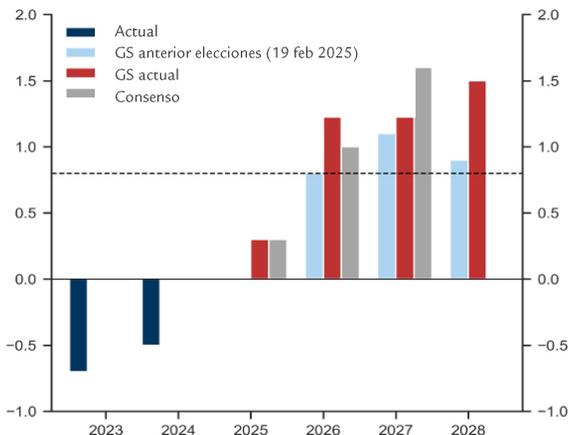
Zona Euro: PMI Compuesto vs PIB

Fuente: Capital Economics



Alemania: Previsiones de crecimiento

Fuente: Goldman Sachs



Los mercados emergentes han seguido creciendo

El crecimiento de los mercados emergentes se mantuvo durante el primer semestre pese al fuerte incremento de la incertidumbre. De cara al segundo semestre algunas de las mayores economías de la región han visto reducidos sus aranceles recíprocos del 25% al 15%, mientras que Indonesia, Malasia, Vietnam y Filipinas han experimentado una reducción al 19%. No obstante, India y China continental siguen sin acuerdos comerciales.

Las exportaciones se han incrementado pese a los aranceles...

Los buenos resultados de las exportaciones impulsaron el crecimiento del PIB en muchos de los principales mercados emergentes en el 2T-25. Las exportaciones aumentaron un 7% los primeros ocho meses en comparación con el mismo período del año pasado. Esto se debió en gran parte a la demanda estadounidense de productos electrónicos. Si bien las importaciones procedentes de China se desplomaron, las de otros países como Corea o Vietnam se dispararon compensando dicha caída.

Y en China, la fabricación de alta tecnología ha supuesto un impulso estructural para sus exportaciones. A pesar de una modesta desaceleración registrada en agosto, las exportaciones chinas siguen mostrando una notable resiliencia, ya que China ha compensado la caída de sus exportaciones a Estados Unidos incrementando las exportaciones a otros países emergentes.

Emergentes: Exportaciones (en \$mm)

Fuente: Capital Economics



EE.UU. : Importaciones de productos electrónicos

Fuente: Capital Economics



... y las perspectivas para el 3T siguen apuntando a que se mantiene el crecimiento

Respecto a las perspectivas para el crecimiento del 3T, la tercera mejora mensual consecutiva en las condiciones manufactureras de los mercados emergentes apunta a que el sector se aceleró, impulsado por la demanda exterior. El repunte en el crecimiento de los nuevos pedidos parece haber contribuido a una nueva expansión de los volúmenes de producción. Por áreas geográficas, el buen desempeño de las exportaciones asiáticas coincide con el incremento de su producción industrial que sigue incrementándose a un ritmo muy superior al de otros países emergentes. Sin embargo, en América Latina, el panorama de la producción siguió siendo desigual, con un fuerte repunte en Colombia que contrastó con los continuos descensos tanto en Brasil como en México.

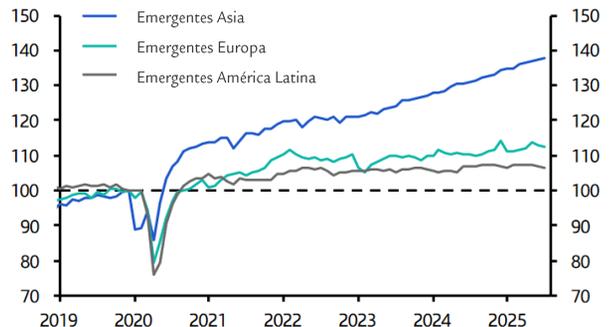
Emergentes: PMI Manufacturero

Fuente: Capital Economics



Emergentes: Producción industrial

Fuente: Capital Economics



Clave 2: Inflación – Las tendencias y los riesgos divergen

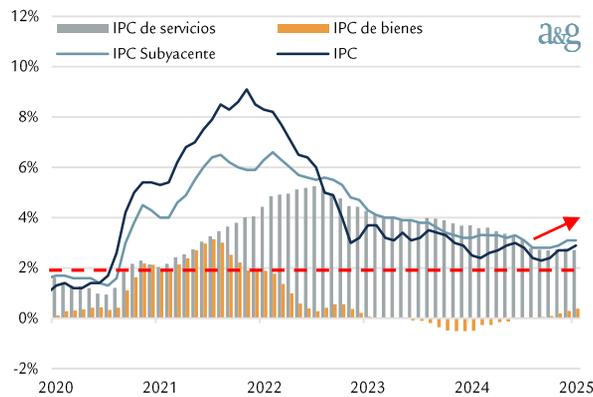
La inflación en Europa y Estados Unidos toma rumbos distintos

En EE. UU. en agosto la inflación se incrementó de nuevo y el IPC se sitúa en niveles del 2,9% interanual con el subyacente en el 3,1%. Se observaron nuevamente indicios de los efectos arancelarios en los precios de los bienes, pero el efecto fue muy leve debido a que las caídas de precios de productos médicos, juguetes y tecnologías de la información compensaron las subidas. Más relevante fueron los precios de los servicios, que han frenado el ritmo de desaceleración, si bien esto se debe al componente de alquileres.

En la zona Euro, el IPC general y subyacente se han mantenido estables en torno al 2,0 % y 2,3% respectivamente durante los últimos meses. Además, los precios de los servicios, que todavía están en niveles elevados, han seguido cediendo terreno en línea con las menores subidas de los salarios.

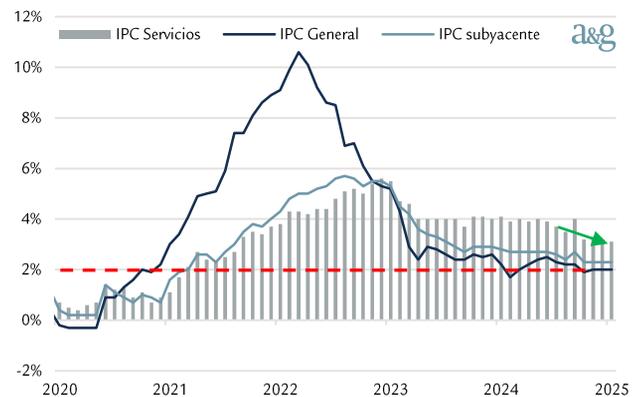
EEUU: IPC, IPC subyacente y de servicios

Fuente: Elaboración propia



Zona Euro: IPC, IPC subyacente y de servicios

Fuente: Elaboración propia



En Estados Unidos los efectos de los aranceles apuntan a una aceleración de la inflación

La inflación se espera que se incremente en los próximos meses en línea con el componente de precios de los PMIs, que muestra que los precios cobrados por las empresas por bienes y servicios han aumentado considerablemente en los últimos meses. Si bien es probable que las empresas repercutan estas subidas y aumenten los precios al consumo en los próximos meses, esperamos que los aranceles solo supongan un impulso puntual de los precios, y principalmente en las categorías de bienes. Mientras, la tendencia subyacente de la inflación, es decir, excluyendo los efectos de los aranceles, esperamos que siga cayendo hacia el objetivo del 2% pese a que en los últimos meses su progreso ha sido más limitado y las expectativas de inflación de los consumidores se mantienen todavía elevadas en términos históricos.

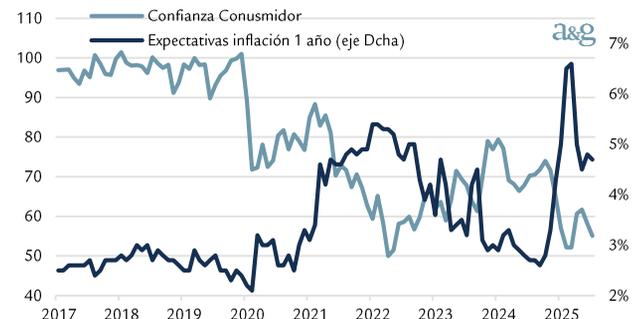
EEUU: IPC vs Comp. de precios del PMI

Fuente: Capital Economics



EE. UU: conf. consumidor vs expectativas inflación

Fuente: Elaboración propia

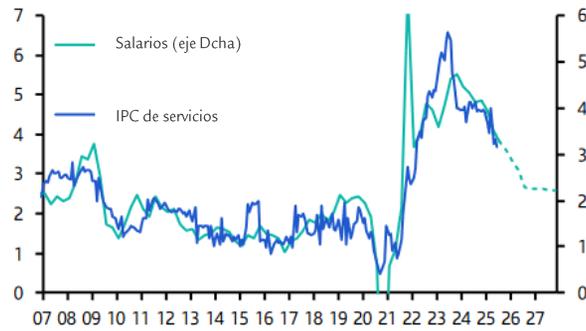


En Europa el riesgo es a la baja

Con la inflación ya en niveles cercanos al 2%, el riesgo en la zona Euro es que siga cediendo terreno y se sitúe por debajo de esos niveles. A las expectativas de menores precios de la energía y los alimentos, se suman las previsiones de caídas en los precios de los servicios, todavía en niveles por encima del 3%, y muy ligados a la evolución de los salarios. Los incrementos salariales se han seguido desacelerando tras el fuerte repunte de hace un par de años, y los datos del BCE con los acuerdos salariales existentes los sitúan en el 2,4 % interanual para el primer semestre de 2026. Esto, junto con las menores expectativas de inflación y la evolución reciente de algunos servicios como el precio de los seguros apunta a menores niveles de inflación en los próximos meses.

Zona Euro: salarios vs IPC de servicios

Fuente: Capital Economics



Zona Euro: Componentes de precios del PMI

Fuente: Capital Economics



Y en los países emergentes sigue cediendo terreno, aunque a ritmos distintos

La inflación en los países emergentes cayó en agosto a su nivel más bajo en más de cuatro años. En la mayoría de los países, las caídas en la inflación este año han sido pequeñas, pero ha habido grandes caídas en algunos con elevados niveles de inflación como Turquía y Egipto, así como en varias partes de Asia, por ejemplo, Tailandia, Filipinas e India. Además, el IPC de China volvió a caer en terreno negativo el mes pasado debido a la debilidad de los precios de los alimentos.

Respecto a su evolución, los indicadores adelantados sugieren que las perspectivas de inflación en los mercados emergentes son relativamente benignas. Se espera que unos menores precios del petróleo sigan frenando la inflación de los combustibles y que la inflación de los alimentos siga siendo significativamente baja. No obstante, por zonas geográficas se mantiene la brecha entre Asia, con una inflación por debajo de los objetivos de sus bancos centrales y América Latina y Europa Central con unos niveles más altos. Esto se refleja en que estos países tienen unas condiciones laborales más ajustadas, un mayor crecimiento salarial y una mayor indexación de precios, lo que mantiene fuertes las presiones de inflación internas.

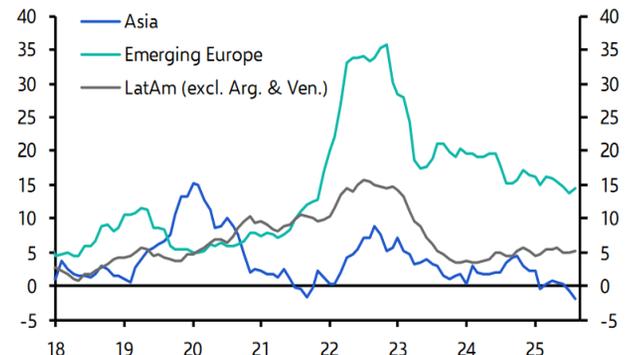
Emergentes: inflación agregada

Fuente: Capital Economics



Emergentes: precios de los alimentos

Fuente: Capital Economics



Clave 3: Política monetaria

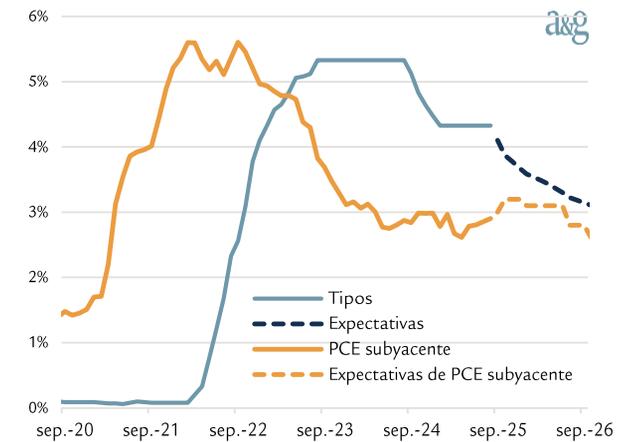
Powell ante las expectativas de recortes de tipos: “no hay camino sin riesgos”

La Fed en su reunión de septiembre recortó los tipos 25pb tal y como esperaba el mercado. Si bien en el comunicado reconoce más riesgos para el empleo y la inflación, en la conferencia de prensa Powell dio un mensaje más cauto, al indicar que se trataba de un recorte para evitar los riesgos económicos a la baja, y no de un cambio más significativo hacia una política monetaria más flexible. En línea con sus declaraciones, las proyecciones para la inflación y el crecimiento del PIB en 2026 se revisaron al alza, mientras que las de la tasa de desempleo se revisaron a la baja.

No obstante, las proyecciones actualizadas sobre los tipos de interés de los fondos federales, o dots sugieren que se prevén dos recortes más este año, frente al único que se preveía en las cifras anteriores, lo que reforzó las apuestas sobre un ciclo sostenido de flexibilización. Por otro lado las presiones en torno a la independencia de la Fed abren escenarios de riesgo.

EEUU: Tipos & PCE subyacente con expectativas

Fuente: Elaboración propia

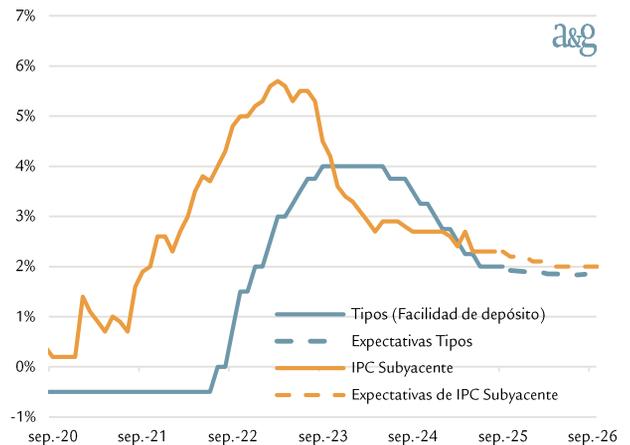


El BCE da por finalizado el ciclo de bajadas de tipos

En la Zona Euro, el BCE mantuvo los tipos sin cambios tal y como esperaba el mercado. Sin embargo, la comparecencia de Lagarde dio paso a nuevos recortes en las expectativas de bajadas de tipos. En ella, Lagarde sugirió una escasa predisposición a reducirlos. Además, las proyecciones de crecimiento apuntan a la resiliencia de la economía con una mejora del crecimiento esperado para 2025, mientras que las de inflación se revisaron ligeramente a la baja en una décima para los próximos dos años. Respecto a la inflación Lagarde reconoció que hay riesgos a la baja como la fortaleza del euro y al alza como la política fiscal prevista para 2026 que apunta a una orientación más expansiva, aunque concentrada principalmente en Alemania.

Zona Euro: Tipos & IPC sub. con expectativas

Fuente: Elaboración propia



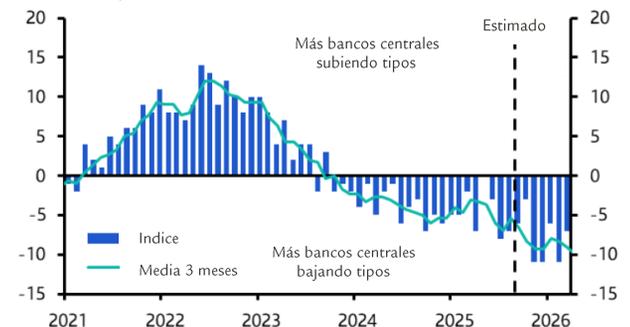
En los países emergentes se espera que los bancos centrales vuelvan a su nivel neutral

La disminución de las presiones inflacionistas en los países emergentes ha permitido a sus bancos centrales recortar los tipos de interés. La mayoría los ha recortado en 25 pb, si bien Rusia y Turquía siguen recortándolos mucho más.

De cara a los próximos meses, se espera que los tipos de interés vuelvan a su nivel neutral en la mayoría de los países. Aunque, en Latinoamérica hay excepciones debido a una inflación superior al objetivo.

Nº de bancos centrales esperan subidas/bajas tipos

Fuente: Capital Economics





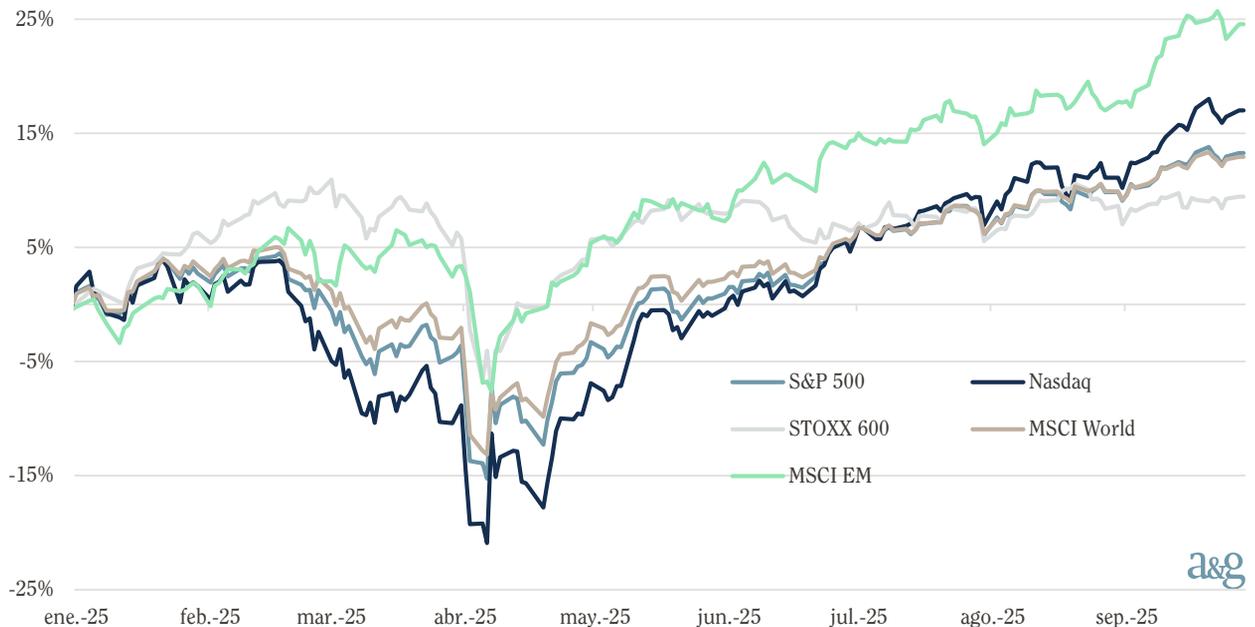
Fuente: Open AI

5. Renta Variable

Este tercer trimestre los mercados han mantenido la recuperación iniciada en el 2T impulsados por la relajación de las tensiones comerciales. El recorte de tipos por parte de la Fed, tras las señales de debilidad del mercado laboral estadounidense ha ido acompañado de un entorno favorable para la renta variable en la medida en que el consumo ha resistido y los sólidos fundamentos empresariales han mantenido la confianza en la expansión de los precios de los activos de riesgo. Así, con los principales índices subiendo con fuerza y los estadounidenses marcando nuevos máximos históricos en el mes de septiembre, la tendencia alcista de las acciones no ha mostrado signos de estancamiento, y la disminución de la volatilidad se ha traducido en un sentimiento más positivo por parte de los inversores.

Comportamiento en el año

Fuente: Elaboración propia

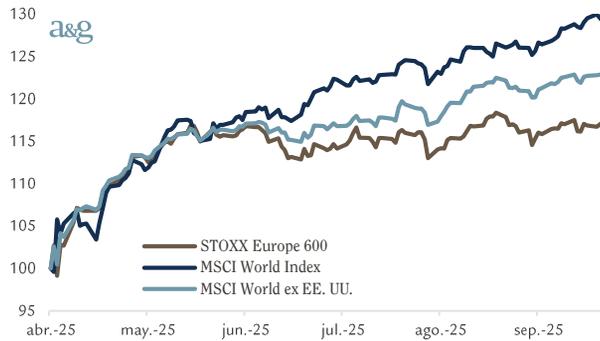


El mayor peso de la tecnología en EE.UU. impulsa las rentabilidades

El mejor comportamiento relativo de EE. UU. tras las fuertes caídas de abril se ha acelerado en el último trimestre impulsado por el fuerte peso en sus índices de acciones expuestas a la IA, que siguen respaldando el repunte generalizado del mercado bursátil estadounidense. Desde entonces, el S&P 500 ha subido hasta alcanzar nuevo máximos.

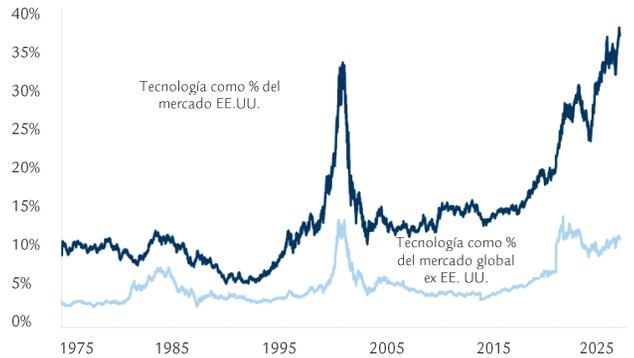
MSCI World, STOXX 600 y MSCI WORLD ex EE.UU.

Fuente: Elaboración propia



% del sector tecnológico en índices

Fuente: Goldman Sachs



Optimistas de largo plazo con riesgos abiertos en los próximos meses

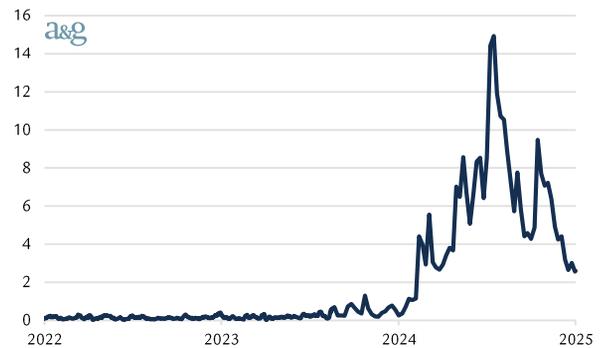
Las fuertes subidas del último trimestre han venido impulsadas por las menores tensiones comerciales, y el recorte de tipos por parte de la Fed, en respuesta a la desaceleración del mercado laboral estadounidense. El recorte fue bien recibido por los mercados, que incrementaron las expectativas de futuros recortes adicionales. No obstante, creemos que estas expectativas son elevadas dado que los riesgos para la inflación se mantienen al alza. Además, el nivel de incertidumbre se mantiene todavía en niveles elevados y las tensiones geopolíticas no se han disipado, con lo que podríamos ver nuevos episodios de incremento de la volatilidad.

Por otro lado, la exposición de los hogares estadounidenses a los activos financieros se encuentra en niveles muy elevados. Alcanzó un récord del 45,4 % en el 2T, superando el máximo de la burbuja puntocom. Si bien esto es una señal de optimismo, también supone un mayor riesgo.

Así todo, a largo plazo somos optimistas. Creemos que la bajada de tipos, junto con los recortes fiscales, deberían contribuir a una recuperación del crecimiento en EE.UU. especialmente a medida que se disipe la incertidumbre lo que debería ayudar a impulsar los beneficios empresariales.

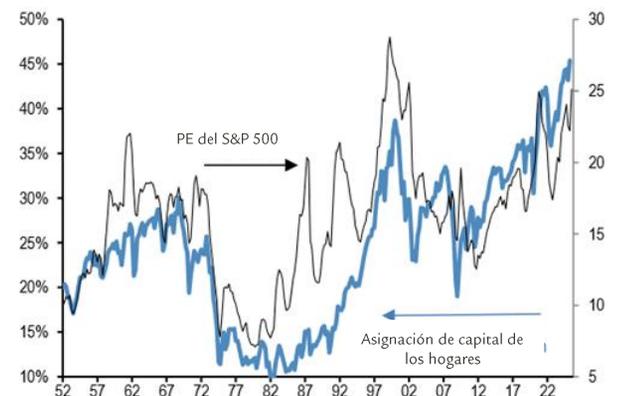
Incertidumbre de política comercial

Fuente: Elaboración propia



EE. UU.: Asignación de hogares vs PER del S&P500

Fuente: Morgan Stanley



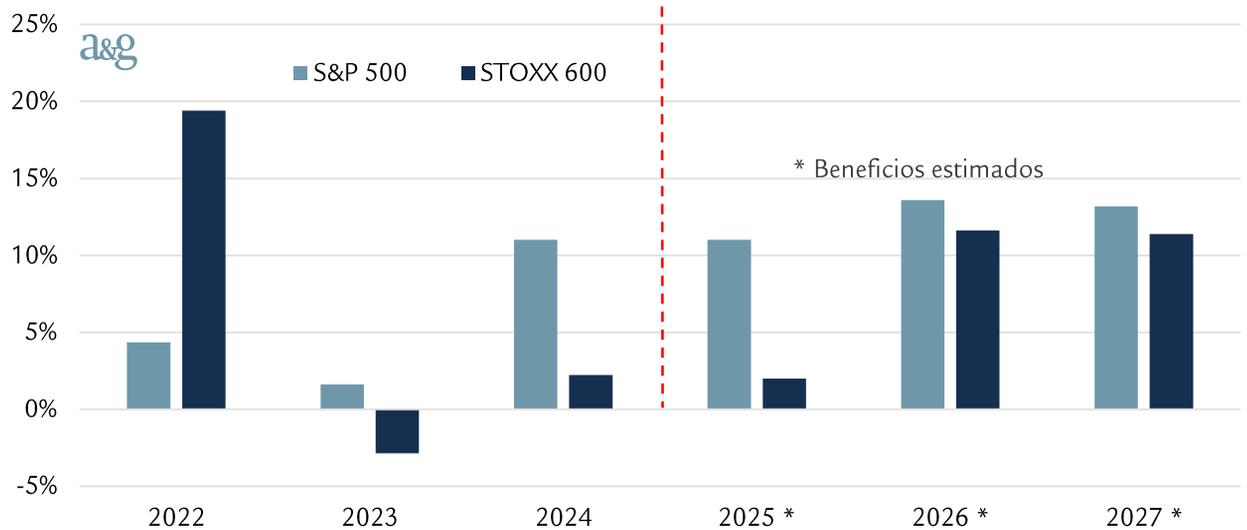
Estimaciones de beneficios de EE.UU. siguen superando a las europeas...

Tras superar ampliamente las expectativas en el primer y segundo trimestre se espera que el crecimiento de las ganancias del S&P 500 para el resto del año y para 2026 sea de dos dígitos. Por sectores, ocho de los once sectores se estima que registrarán un crecimiento positivo de los beneficios, y el tecnológico sigue destacando con un incremento estimado superior al 20% y del 45% para los semiconductores.

En Europa, sin embargo, las estimaciones para 2025 se han revisado a la baja y apuntan a un incremento de beneficios de apenas el 2%. Las empresas se están viendo penalizadas por la fortaleza del euro y la incertidumbre en torno a los aranceles. Las estimaciones de beneficios para 2026 y 2027 se mantienen en niveles superiores al 10%, no obstante, las modestas previsiones de crecimiento para la economía de la zona Euro, junto con la tendencia a la baja de los últimos años, contribuyen de igual manera a un crecimiento más contenido de los mismos.

Beneficios: S&P 500 vs STOXX600

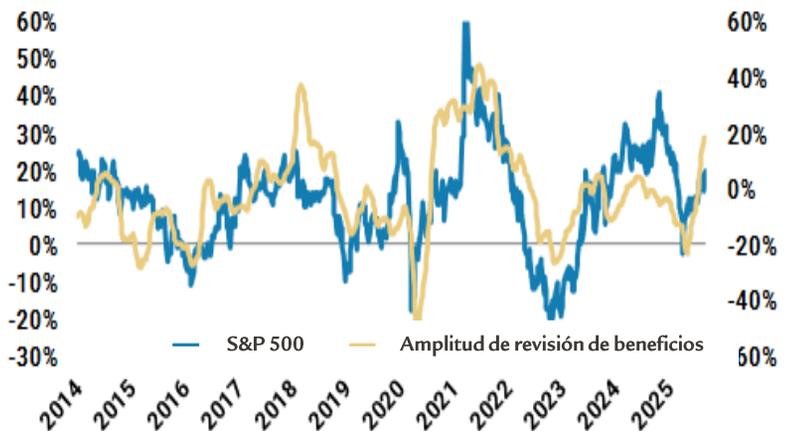
Fuente: Elaboración propia



Además, en Estados Unidos estamos observando un aumento significativo en la amplitud de las revisiones de beneficios empresariales, lo cual suele ser un indicador adelantado positivo para los mercados bursátiles y para la economía en su conjunto. Esta amplitud hace referencia que el porcentaje de empresas que están revisando al alza sus estimaciones de ganancias es mayor que el de aquellas que las están ajustando a la baja, y sugiere que las expectativas empresariales están mejorando de forma generalizada, y sostenida y no solo en sectores puntuales.

Amplitud revisión de beneficios S&P 500

Fuente: Morgan Stanley

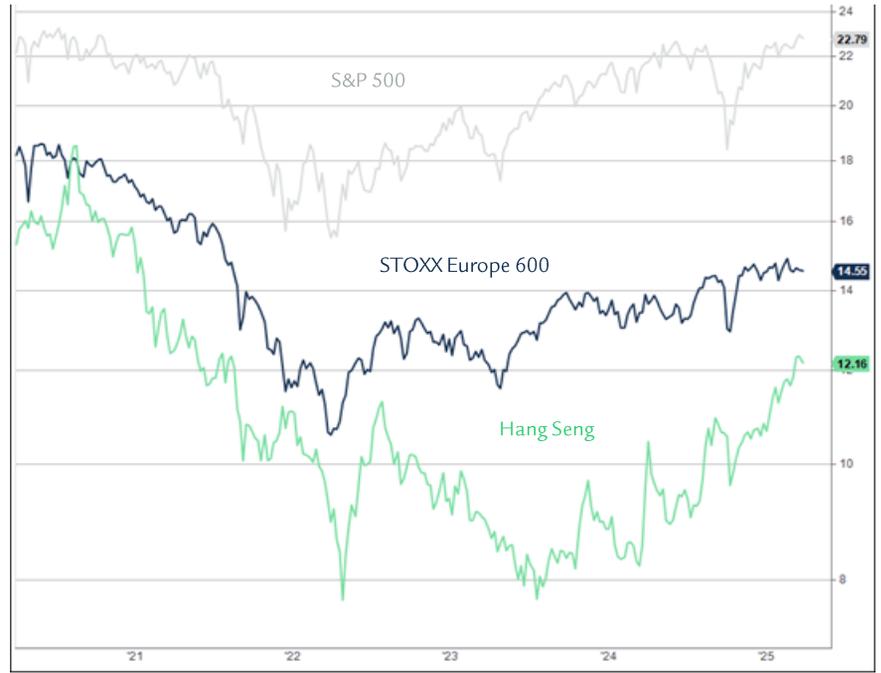


... con valoraciones exigentes, aunque soportadas por los fundamentales...

Tras las recientes subidas en las bolsas, las valoraciones de los índices estadounidenses se han incrementado con fuerza. La relación precio-beneficio (PER) del S&P 500 a 12 meses ha subido de 21,5 veces a principios de año a casi 23 veces, en niveles superiores a los de 2020 y que rivalizan con la burbuja del año 2000. Estas valoraciones están muy por encima de las de los valores europeos que, tras repuntar con fuerza en los primeros meses de este año, se han estabilizado en los últimos meses en niveles inferiores a los de 2020 y de las del Hang Seng, que pese a haber subido con fuerza se sitúan todavía en niveles más moderados.

PER: S&P 500, STOXX Europe 600 y Hang Seng

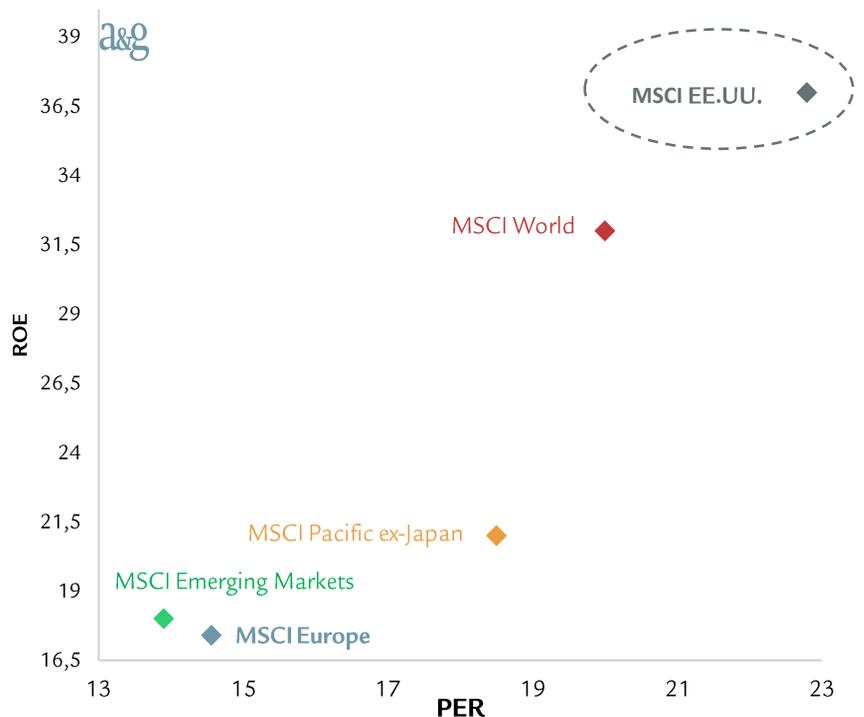
Fuente: FactSet



No obstante, las elevadas valoraciones estadounidenses están justificadas por unos retornos sobre el capital (ROE) que casi doblan a los índices europeos y emergentes. Y es que, la rentabilidad de las empresas estadounidenses se ha incrementado con fuerza en los últimos años como resultado del mayor peso en sus índices de empresas de tecnología y de comunicaciones que lideran el crecimiento de los beneficios. Las empresas de estos sectores a diferencia de los más tradicionales, en general tienen balances más ajustados y modelos de negocio más eficientes.

PER vs ROE

Fuente: Elaboración propia

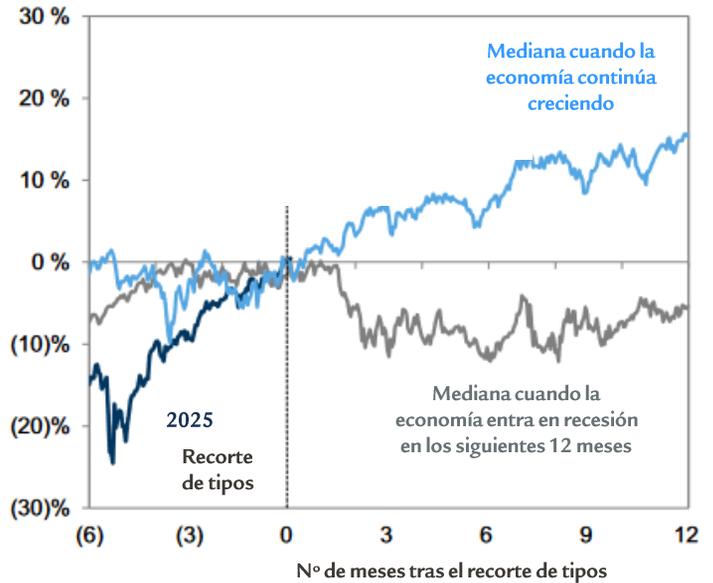


... y retornos respaldados por la política monetaria de la Fed

Además, esperamos que los mercados estadounidenses se beneficien de las bajadas de tipos por parte de la Fed. Esto estaría en línea con la historia reciente, que muestra que, en ausencia de recesión, los mercados de renta variable han generado rentabilidades positivas tras los recortes de tipos por parte de la Fed. Así, durante los últimos 40 años, en los otros cuatro episodios de recortes de tipos durante los cuales la economía siguió creciendo, el S&P 500 generó una rentabilidad media a seis meses del +8 % y a 12 meses del +15 %.

S&P 500: Rentabilidad después de 1ª bajada de tipos tras mantenerlos durante seis/+ meses

Fuente: Goldman Sachs



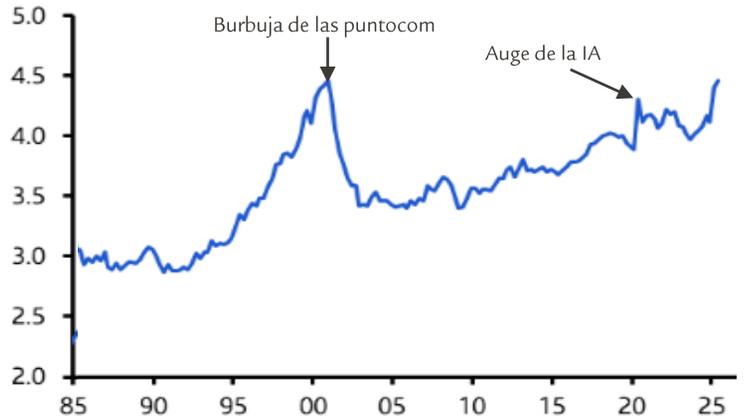
Inversiones en Inteligencia Artificial...

La fortaleza en la inversión en tecnología este año sugiere un cambio estructural hacia el desarrollo y adopción de la IA. El incremento del gasto en las áreas de hardware y software ha ayudado a compensar debilidades en otras áreas, manteniendo la inversión empresarial en un sólido 5,7% anualizado el segundo trimestre. La mayor parte del gasto se ha dirigido a la construcción de centros de datos, que consumen mucha electricidad. Esta tendencia ha beneficiado a las compañías de semiconductores, industriales y de generación de energía que se han beneficiado de estas importantes inversiones en capital fijo.

Además, a diferencia de lo que vimos durante la burbuja de las puntocom, hoy las compañías cuentan con mucha liquidez y han tenido un potente crecimiento de los beneficios, que han impulsado la rentabilidad bursátil de los índices estadounidenses.

EE.UU.: Gasto en tecnología e I+D como % del PIB

Fuente: Capital Economics



EE.UU.: Ganancias del sector tecnológico

Fuente: Goldman Sachs



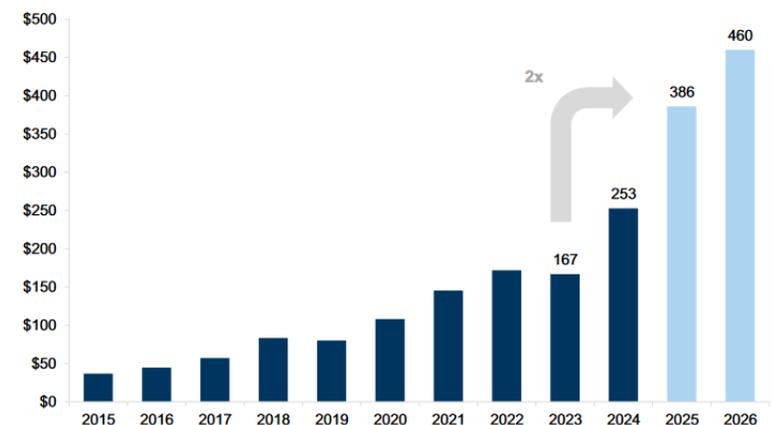
... lideradas por las 7 Magníficas

Esta inversión está siendo liderada por las llamadas "7 Magníficas" cuyo gasto en capital se disparó el último trimestre y se ha revisado al alza con lo que se espera que doble el volumen de inversiones entre 2023 y 2025. En concreto, las grandes empresas estadounidenses de Inteligencia Artificial han realizado inversiones en capital por valor de 312.000 millones de dólares durante los últimos cuatro trimestres.

Estas compañías se están beneficiando de una buena oportunidad para financiar grandes inversiones. A la combinación de ganancias masivas por los precios récord de sus acciones, se suma lo estrecho de los diferenciales de crédito, las medidas de deducción de inversiones de la OBBBA y los recientes recortes de tipos por parte de la Fed.

Evolución del capex de las 7 Magníficas (\$ miles de M)

Fuente: Goldman Sachs



Los mercados asiáticos recuperan con fuerza...

Los mercados emergentes han continuado recuperando terreno a medida que se ha ido reduciendo la incertidumbre. En concreto los asiáticos se han recuperado en torno a un 37% desde los mínimos registrados a principios del segundo trimestre.

Evolución del MSCI Asia Pacific ex-Japan

Fuente: Elaboración propia



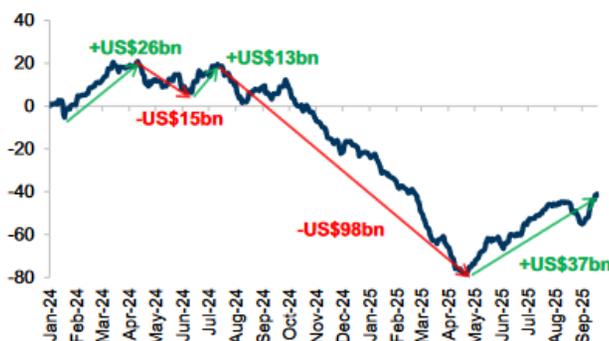
... y el posicionamiento de los inversores sigue siendo conservador

Los inversores extranjeros han aumentado su exposición en el año, pero apenas han recomprado el 40% de sus ventas netas del año anterior y la ponderación de los fondos de inversión sigue muy por debajo de sus medias históricas.

Además, las perspectivas son alentadoras, por un lado acciones asiáticas tienden a comportarse bien cuando la Fed renueva la flexibilización y el dólar se debilita. Por otro, entre los acontecimientos que podrían ser catalizadores positivos se incluyen el 15.º Plan Quinquenal de China en octubre y una posible reunión entre los presidentes Trump y Xi.

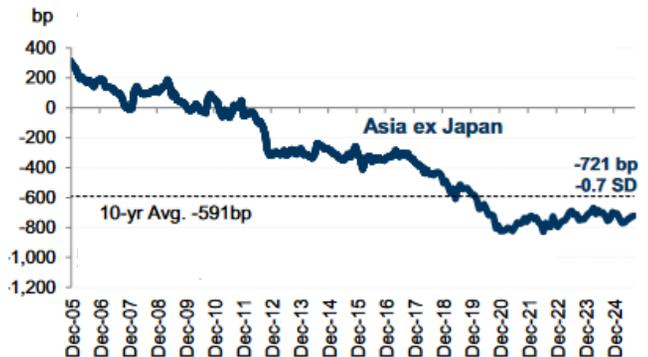
Asia ex China: Flujos extranjeros

Fuente: Goldman Sachs



Asia ex Japón: Asignación de fondos globales

Fuente: Goldman Sachs



Fuerte repunte de las pequeñas y medianas compañías

El índice Russell 2000 ha recuperado terreno y ha ganado más de un 38% desde su mínimo del pasado mes de abril superando su máximo histórico por primera vez desde noviembre 2021. El repunte ha coincidido con la reanudación de la flexibilización de la política monetaria por parte de la Fed. Y es que, históricamente las pequeñas y mediana empresas han superado a las de gran capitalización los meses posteriores a las bajadas de tipos de interés de la Reserva Federal ya que tienden a ser más sensibles a los tipos de interés, por su mayor carga de deuda a tipo variable.

Además, a esto se sumaron los buenos resultados del 2T, que sorprendieron al alza quedando por encima de lo esperado. Las empresas de pequeña capitalización registraron su primer trimestre de crecimiento interanual positivo del beneficio por acción desde el tercer trimestre de 2022 y las expectativas son elevadas, ya que se espera que el ritmo de crecimiento de los beneficios de las empresas de pequeña capitalización superen a los de gran capitalización en 2026.

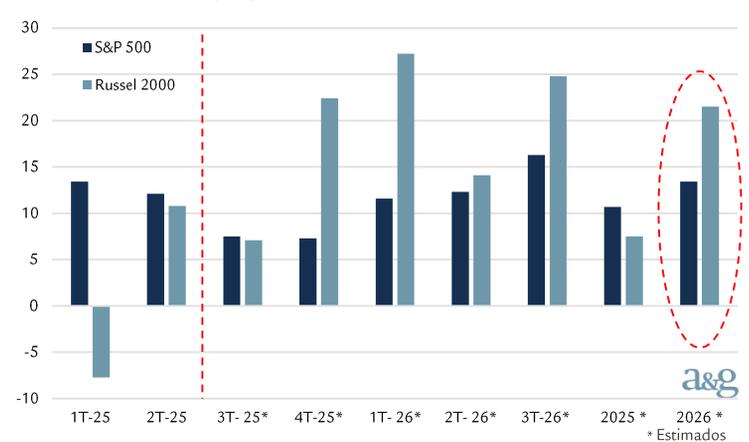
Evolución del Russell 2000

Fuente: Elaboración propia



Russell 2000 & S&P 500 : Estimaciones de beneficios

Fuente: Elaboración propia





Fuente: Open AI

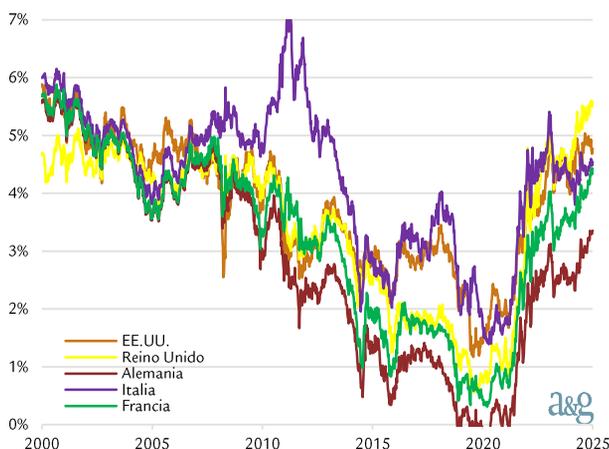
6. Renta Fija

Repuntes de las rentabilidades a largo plazo de la deuda soberana...

El repunte de la deuda soberana a largo plazo no es una tendencia nueva y viene desde los mínimos de julio del 2023, pero el movimiento se ha acentuado en 2025. El incremento de las rentabilidades reales ha provocado que los tramos largos de la curva soberana se sitúen por encima de las expectativas de crecimiento. Este movimiento ha venido de la mano de la menor disciplina fiscal de los gobiernos que en los últimos años han ido incrementando sus niveles de deuda. A lo largo de 2025, los rendimientos de los bonos a largo plazo a nivel mundial han aumentado significativamente, a pesar de la disminución de los rendimientos a corto plazo, los rendimientos de los bonos a 30 años han alcanzado el nivel más alto en más de una década. En la mayoría de las economías avanzadas los niveles de deuda sobre PIB se siguen incrementando impulsados por elevados déficits estructurales, con niveles de pleno empleo y tipos de interés relativamente altos. A esto se suma en 2025 el riesgo político en Francia, el institucional en EE.UU y una menor demanda. Sin embargo, no existe un nivel de deuda concreto que haga saltar las alarmas del mercado y los gobiernos tienen medios para limitar estos incrementos. Así en este último año están incrementando las emisiones de deuda a corto plazo y reduciendo las de largo plazo.

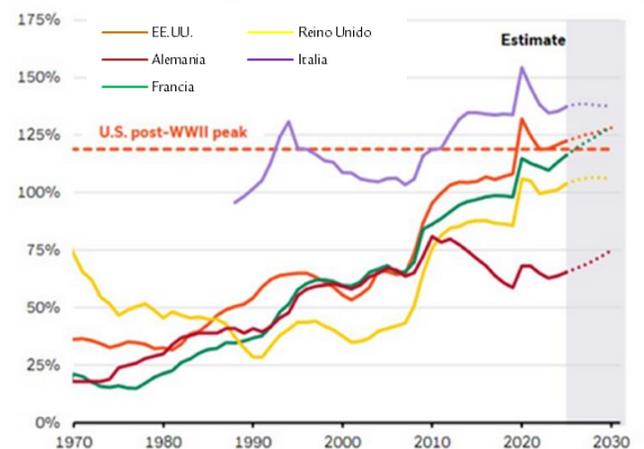
TIRes de la deuda soberana a 30 años

Fuente: Elaboración propia



Deuda sobre PIB

Fuente: BlackRock Investment Institute



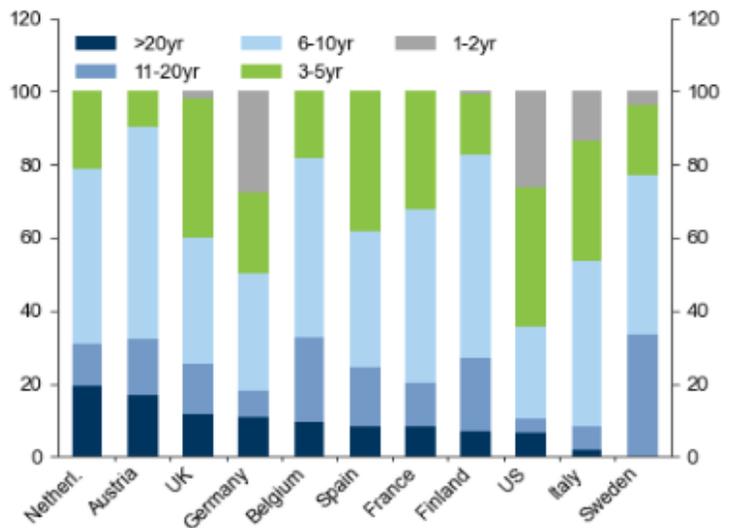
... aunque en la zona Euro tienen un peso limitado

Las rentabilidades de los bonos a 30 años de los principales países de la Zona Euro, como Alemania o Francia han registrado subidas acumuladas de más de 60pb en ambos. Las rentabilidades de los tramos más largos se han visto afectadas además de por los desequilibrios fiscales por la reducción del balance del BCE y cambios estructurales en la demanda de los inversores, en concreto la reforma de pensiones en Países Bajos. Esta es especialmente relevante ya que reduce la necesidad de duración en carteras institucionales en un sector que aglutina más del 15% de los bonos de gobierno de la zona.

No obstante, el porcentaje de las emisiones de deuda soberana de más de 10 años que podría verse afectada por el aumento de la pendiente de la curva de tipos es limitado. Estas representan alrededor del 20% de las emisiones totales de los bonos del estado y el vencimiento medio de la deuda pública es de alrededor de 9 años en toda Europa. Además hay disparidad por países. Mientras Países Bajos, Austria, Bélgica y Suecia han mostrado una preferencia por las emisiones con vencimientos superiores a 10 años, por el contrario, Italia y Alemania han emitido recientemente con vencimientos más cortos. Por último, hay que recordar que los gobiernos pueden adaptarse a las condiciones del mercado y optar por emitir con vencimientos más cortos si es necesario.

Zona Euro: Detalle de emisiones por vencimiento (últimos 12 meses)

Fuente: Goldman Sachs

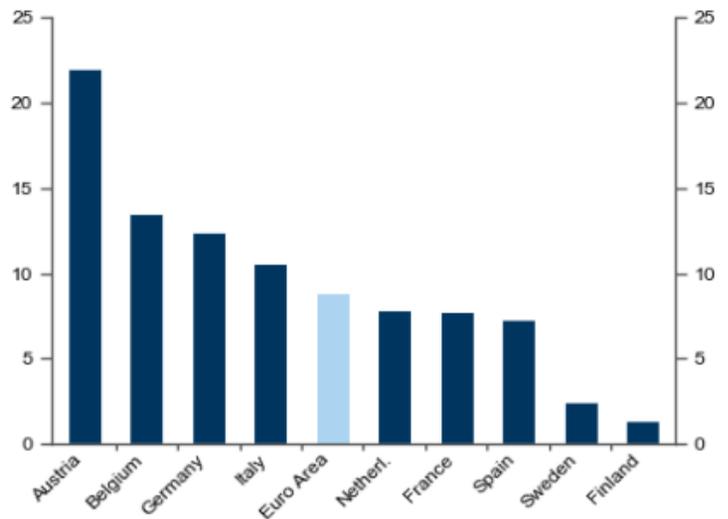


... y en crédito la exposición de las entidades no financieras es reducida

La exposición de las empresas a los rendimientos a largo plazo sigue siendo modesta en toda Europa continental. La emisión de bonos corporativos no financieros y la financiación bancaria en la zona del euro tienden a concentrarse en vencimientos más cortos que en Estados Unidos o el Reino Unido. En concreto la emisión de bonos corporativos no financieros en la zona del euro se concentra en los vencimientos más cortos, y solo entre el 10% y el 20% de la emisión bruta supera los 10 años. Esto contrasta con Estados Unidos y el Reino Unido, donde representa aproximadamente el 40 % de los bonos corporativos no financieros.

Zona Euro: Bonos corporativos con vencimiento > 10 años

Goldman Sachs

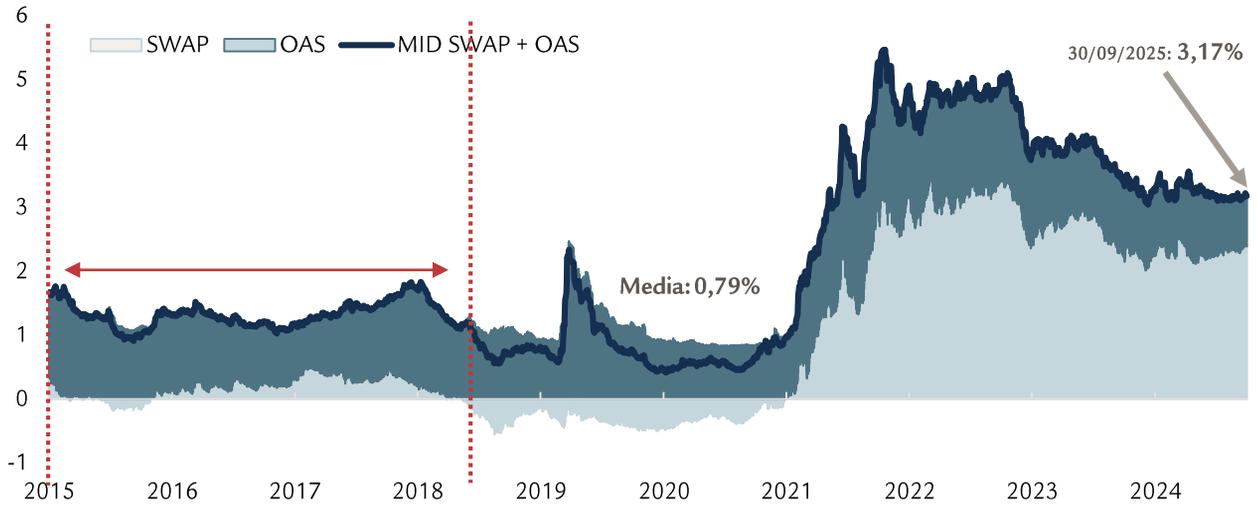


Seguimos encontrando oportunidades

Aprovechando una volatilidad más contenida durante estos meses para este tipo de activos, incluso en un escenario de ampliación de los diferenciales de crédito, la situación actual permite al inversor conservador rentabilizar sus inversiones sin asumir un riesgo excesivo. Actualmente, es posible superar la inflación gracias al atractivo rendimiento que ofrece la renta fija de alta calidad. Además, las rentabilidades totales siguen siendo interesantes para el resto de inversores y deberían seguir atrayendo compras.

Rentabilidad esperada en Grado de Inversión

Fuente: Elaboración propia



Como ejemplo, **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 los diferenciales de crédito amplían y no se cumplen las expectativas de bajadas de tipos de interés, incluso llegando a subidas de tipos por una inflación al alza (**escenarios marcados en rojo**), obtendríamos rentabilidades de entre el 1,9% y del 3,2%. Si por el contrario, la política monetaria se centra en fomentar el crecimiento (**escenario marcado en azul**), deberíamos ver bajadas de tipos que incluso ante unos repuntes moderados en los diferenciales de crédito, nos llevaría a rentabilidades en torno al 4%, con un rating emisión A- y rating emisor A.

Análisis de sensibilidad cartera crédito y gobiernos

Fuente: Elaboración propia a 30/09/2025

TIR Esperada **3,6%**
 Duración **3,5**
 Rating Emisión **A-**
 Rating Emisor **A**

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

Diagrama de sensibilidad: Una flecha horizontal superior indica 'Bajada en tipos de interés' (verde) y 'Subida en tipos de interés' (rojo). Una flecha vertical a la derecha indica 'Reducción del diferencial' (verde) y 'Aumento del diferencial' (rojo).



Fuente: Open AI

7.1 Divisas

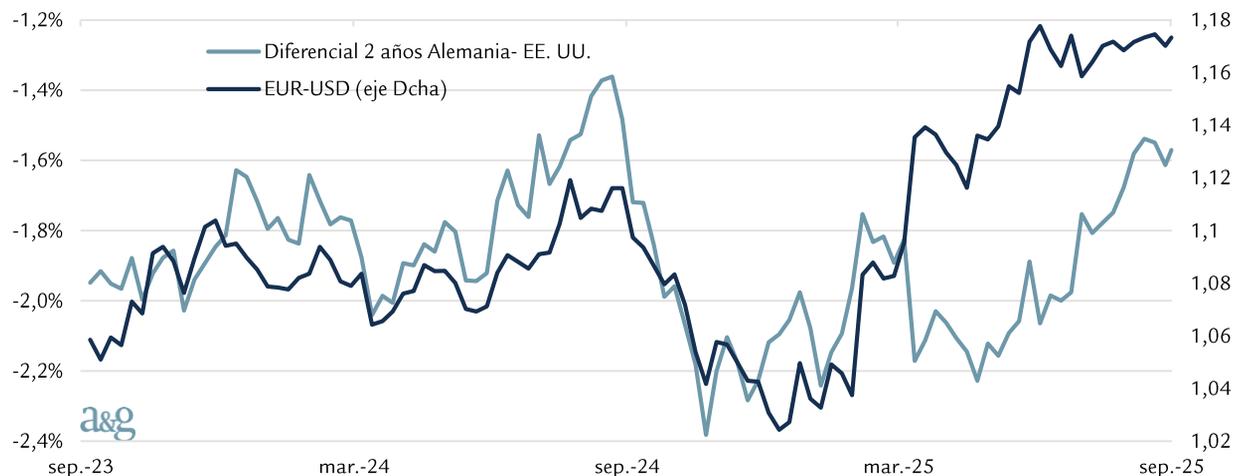
El euro / dólar, en rango

El dólar se ha mantenido en un rango relativamente estrecho frente al euro durante este trimestre, aunque sigue por debajo de los mínimos de finales de abril. Detrás de este comportamiento, encontramos una serie de factores a favor y otros en contra que sirven de contrapeso. Por un lado, el diferencial de crecimiento entre ambas regiones, que se había estrechado, empieza a ampliarse tras los últimos datos que apuntan a resiliencia del consumo estadounidense, al tiempo que los diferenciales de tipos se mantienen a favor del dólar. Por otro lado, el dólar se está viendo afectado por los temores a una pérdida de independencia por parte de la Fed ante las presiones de Trump y los nuevos incrementos de los niveles de deuda.

A corto plazo los riesgos están divididos y a medio plazo hay varios factores que respaldan la posibilidad de que el dólar esté cerca de sus mínimos. Por tanto, creemos que se seguirá beneficiando de su condición de activo refugio, en un entorno en el que la incertidumbre tanto comercial como geopolítica se mantiene todavía en niveles elevados.

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

Fuente: Elaboración propia





Fuente: Open AI

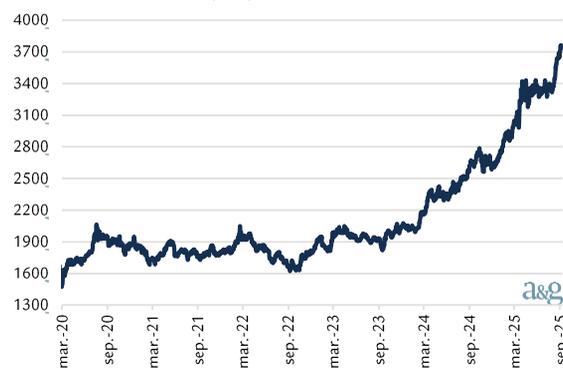
7.2 Materias Primas

El oro se fortalece como activo refugio

El oro brilla con fuerza en máximos históricos, impulsado por la sólida demanda de bancos centrales, que continúan aumentando sus reservas, y por las fuertes entradas en ETFs respaldados en el metal, reflejo del creciente interés de los inversores institucionales y minoristas. Este renovado apetito se nutre de un entorno global cada vez más incierto: las negociaciones comerciales avanzan, pero persisten dudas sobre aranceles sectoriales y la posibilidad de sorpresas en algunos países; en Estados Unidos, las políticas fiscales expansivas amenazan con agravar los desequilibrios de deuda, mientras otras economías también enfrentan trayectorias de endeudamiento al alza. A estas tensiones se suman las presiones de la Administración Trump a la Reserva Federal y los recientes cambios en la Oficina de Estadísticas Laborales. Paralelamente, la debilidad del dólar y la expectativa de tipos de interés reales más bajos reducen el coste de oportunidad de mantener oro, reforzando su atractivo frente a otros activos financieros. Todo ello ocurre en un escenario geopolítico inestable, donde los conflictos armados parecen lejos de resolverse y nuevas tensiones pueden surgir, mientras aranceles secundarios de EE. UU. y la Unión Europea para presionar a Rusia amenazan con deteriorar relaciones internacionales. En este contexto de volatilidad económica, fiscal e institucional, el oro se consolida como una reserva de valor confiable y un refugio seguro.

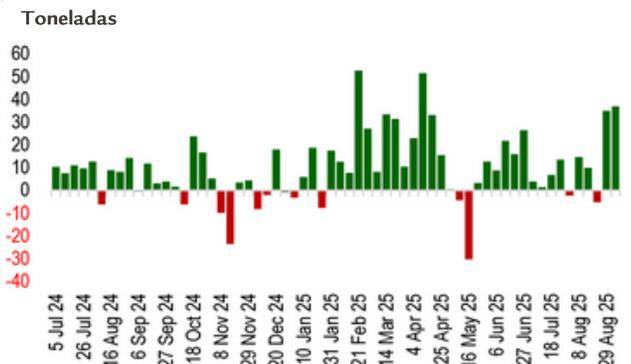
Evolución del precio del oro

Fuente: Elaboración propia



ETFs de oro físico: Variación semanal de posiciones

Fuente: JP Morgan



8. Posicionamiento

Durante el vertiginoso trimestre pasado, los mercados financieros evidenciaros riesgos al alza en materias como la guerra comercial, los conflictos bélicos, tensiones inflacionistas y política monetaria. A pesar de la debacle inicial a raíz del famoso “día de la liberación”, el efecto neto en la rentabilidad fue 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, seguimos viendo máximos históricos casi a diario gracias al dinamismo del sector tecnológico, mientras que en Europa los avances posteriores a la corrección de abril están siendo más contenidos, afectados por una recuperación económica más débil y una apreciación de su divisa.

Si nos enfocamos en las principales clases de activos, nuestro posicionamiento en renta variable sigue siendo moderadamente positivo, aunque los riesgos no hayan desaparecido totalmente y las valoraciones sean exigentes. Los fundamentales corporativos han mostrado seguir siendo sólidos, publicándose buenos resultados y estimaciones futuras durante el primer semestre y los posibles recortes de tipos por parte de la Reserva Federal favorecen unas valoraciones más atractivas. 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, aunque Europa nos resulta cada vez más atractiva, mantenemos la sobreponderación en Estados Unidos. Su economía continua mostrándose más adaptable, con un crecimiento más robusto, mayor productividad, capacidad de mejora en rentabilidad y un mercado laboral sólido. El liderazgo tecnológico de las compañías norteamericanas ofrece una ventaja competitiva sostenida, mientras que en Europa, el crecimiento sigue siendo más débil y el entorno político y regulatorio genera mayor incertidumbre.

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, un creciente interés por su sector tecnológico y cierta debilidad del dólar.

En renta fija corporativa, nos mantenemos defensivos, con 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 invita 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 continúa siendo desafiante, pero también ofrece 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 a 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, liderazgo global en innovación y una política monetaria en transición hacia tipos de interés más bajos. La economía estadounidense está evitando la recesión gracias a un consumo sólido y un mercado laboral que se ha mantenido robusto y que será apoyado por su Banco Central, lo que ha sostenido unos buenos 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 balances sólidos y márgenes operativos elevados. A esto se suman los beneficios de la depreciación del dólar y la profundidad de los mercados financieros estadounidenses. Frente a un entorno global más incierto, la renta variable estadounidense sigue ofreciendo 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 experimentando una mejora significativa respecto a los últimos años. Su economía ha mostrado signos claros de recuperación, con menor inflación, estabilización en los precios de la energía y una política monetaria del BCE más acomodaticia, lo que ha generado un aumento de la confianza tanto empresarial como 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 que puede ser aún mayor si Alemania comienza a involucrarse definitivamente. Sin embargo, persisten desafíos estructurales, entre ellos un bajo crecimiento estructural, la fragmentación política, una alta propensión al ahorro que se intenta corregir a través del SIU, y una menor exposición a sectores de alto crecimiento como tecnología e inteligencia artificial, donde EE.UU. mantiene el liderazgo. Aunque la renta variable europea tuvo un comportamiento relativo superior en la primera parte del año, no ha podido mantenerse tras el denominado día de la liberación y ese mejor comportamiento relativo no parece fácil que sea sostenible. Por ello, se justifica una postura neutral, donde hay oportunidades selectivas, pero el contexto macro y político limitan un posicionamiento claramente positivo.

Neutrales en Emergentes

Nos centramos en la región asiática, por su potencial económico y peso en los mercados. El pasado mes de junio, mejoramos nuestra perspectiva 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 post 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 actual indica que Asia, especialmente mercados clave como China, Corea del Sur y Taiwán, está superando obstáculos de índole estructural, lo que permite adoptar una visión más equilibrada hacia la renta variable asiática.

Neutrales en crecimiento respecto a valor

Mantenemos una postura neutral ante la relativa incertidumbre del ciclo económico y las valoraciones actuales. Las compañías de crecimiento, especialmente en tecnología e innovación, mantienen un potencial atractivo impulsado por avances significativos en inteligencia artificial y digitalización, pero presentan múltiplos elevados y mayor sensibilidad a unos tipos de interés que no terminan de ceder en sus plazos largos. 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. Creemos que hay más oportunidades aprovechando la diversificación entre innovación y estabilidad sectorial que posicionándonos en un estilo de inversión concreto.

Positivos en pequeñas y medianas compañías respecto a grandes

Nuestra tesis se basa en sus valoraciones atractivas, su mayor potencial de crecimiento, su flexibilidad y una mayor exposición al tramo corto que al largo de la curva de tipos de interés, que un entorno de positivización de la misma puede beneficiarles. Suelen ser más ágiles para adaptarse a cambios económicos y aprovechar nichos de mercados emergentes, lo que les permite crecer más rápido que las grandes compañías. Su mayor exposición doméstica y posibilidad de movimientos corporativos consideramos que también son factores a tener en cuenta. Aunque tienen mayor riesgo, su exposición a sectores cíclicos y de innovación puede generar rendimientos superiores.

Neutrales en sectores defensivos respecto cíclicos

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, si bien 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

Neutrales en duración

En un entorno positivización de las curvas de tipos, es tentador optar por los plazos más largos al ofrecer mayores rentabilidades. Creemos que esa es la opción adecuada siempre y cuando optemos por el tramo inferior a los 5 años respecto períodos más cortos, pero no más allá. Entendemos que los períodos más largos pueden encontrar dificultades en su demanda los próximos meses, por lo que esperaríamos a ver señales más claras o tipos más altos para entrar en ellos. Los elevados déficits estructurales están provocando cierta insensibilidad de los tramos largos de las curvas a la flexibilización de la política monetaria. Por ahora nos sentimos cómodos manteniéndonos en el tramo medio de la curva europea, si bien es cierto que niveles por encima del 4,50% del bono americano a 10 años, pueden ser razonables para incrementar posición en Estados Unidos.

Positivos en gobiernos respecto a crédito

A pesar de encontrarnos en un buen entorno para los bonos privados, con 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 dado que ya se observan fuertes repuntes en los diferenciales de crédito de los eslabones más débiles, y esperamos que esta presión se transmita progresivamente a las calificaciones más bajas. A estos niveles de diferenciales, 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, indicadores sólidos de solvencia, mejoras de los ratings crediticios y el respaldo de los reguladores. Por estas razones, ambas clases son dos de nuestras posiciones principales en el mercado de renta fija

Divisas

Neutrales en euro/dólar

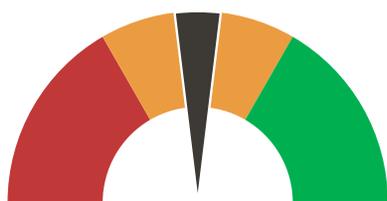
Estaríamos neutrales con el par euro/dólar, al existir actualmente factores contrapuestos que generan incertidumbre en ambas divisas. A pesar que estamos en plena etapa de desdolarización por parte de determinadas economías, la eurozona se enfrenta a un crecimiento económico moderado, lo que limita el 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 ha mantenido una política monetaria relativamente restrictiva para controlar la inflación, apoyando en cierta medida al dólar y aunque ahora nos enfrentamos a cierta flexibilización por parte de su Banco Central, creemos que el mercado es demasiado optimista en sus estimaciones. 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 y nuestro escepticismo sobre un fin radical del excepcionalismo americano, 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.



Renta Variable



Renta Fija



Liquidez

Infraponderar Neutral Sobreponderar



Cambio Clase de Activos

=	Renta Variable	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Renta Fija	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
=	Liquidez	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Renta Variable			
=	Europa	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	USA	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
=	Emergentes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Relativos			
=	Europa / USA	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Desarrollados / Emergentes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Growth / Value	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Large / Small and Mid Caps	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Cíclicos / Defensivos	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Renta Fija			
▼	Duración	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Relativos			
=	Gobiernos / Crédito	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
=	Grado de Inversión / Alta rentabilidad	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
	Divisas			
=	USD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Inversiones en Mercados Privados	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>



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