

GLOBAL CHIEF INVESTMENT OFFICE

Informe Trimestral

Julio 2025

Del ruido a la señal: interpretar los cambios de política

En la coyuntura actual, la volatilidad y los cambios en políticas económicas no deben verse solo como riesgos, sino como escenarios donde una gestión rigurosa permite convertir desafíos en oportunidades. Las tensiones comerciales, el alza de aranceles y los ajustes fiscales ponen a prueba la confianza, pero el capital paciente y a largo plazo, apoyado en fundamentos sólidos y diversificación prudente, aún puede prosperar. **La realidad es más firme de lo que sugieren los titulares:** la posición financiera de hogares y empresas ofrece un soporte real al ciclo ante los focos de incertidumbre.

La sucesión de giros en políticas económicas y geopolítica exige más disciplina y serenidad por parte de los inversores. En este contexto, distinguir señales reales del ruido es clave. Aunque el entorno aparente cierta estabilidad, el riesgo geopolítico se ha vuelto estructural. **La respuesta no debe ser el pánico, sino una vigilancia prudente.**

El coste de permanecer al margen es elevado. La gestión activa y la selección de activos de calidad cobran mayor relevancia. Las estrategias multiactivos con control dinámico del riesgo y diversificación real son esenciales ante señales divergentes de política económica. Estar invertido es compatible con cubrir riesgos, diversificar hacia mercados privados y apostar por la innovación como fuente de valor a largo plazo.

Mantenemos la preferencia por activos de alta calidad, alcance global —incluyendo divisas y activos reales— y estrategias multiactivo flexibles. La disciplina y el horizonte de largo plazo son claves para aprovechar dinámicas de mercado en entornos de volatilidad.

Menos ruido, más señal: los mercados ajustan el foco en un entorno más exigente

A medida que la volatilidad se disipa, los inversores pueden distinguir entre reacciones a corto plazo y efectos duraderos.

En el primer semestre de 2025, **el mercado se ha visto expuesto a una sucesión de cambios y tensiones vinculados a políticas económicas**. El anuncio de nuevos aranceles en abril generó una de las mayores sacudidas de mercado de los últimos años, que se revirtió parcialmente pocos días después. Semanas más tarde, el Congreso estadounidense aprobó el “Big, Beautiful Bill”: un amplio paquete fiscal con recortes impositivos, incentivos a la inversión y gasto en infraestructuras. En este contexto —restrictivo en comercio y expansivo en política fiscal—, el reto para el inversor es filtrar el ruido de los titulares y centrarse en los cambios estructurales de las variables clave.

El gráfico ilustra cómo los **riesgos relacionados con el comercio internacional se intensificaron notablemente en abril y mayo de 2025**, tal como muestra el mapa de calor. En contraste, otros factores de riesgo, como la incertidumbre política o los cuellos de botella en la cadena de suministro, se mantuvieron en niveles bajos. La línea roja del VIX señala que los picos de volatilidad bursátil coincidieron con el aumento de la

preocupación por los aranceles, lo que evidencia que la ansiedad del mercado en el segundo trimestre estuvo impulsada, sobre todo, por las tensiones comerciales. Esto subraya la importancia de distinguir entre el ruido temporal de los titulares y los factores económicos que realmente afectan al mercado.

Si bien los aranceles han supuesto un freno para la economía, el reciente apoyo fiscal desde Alemania y el planteamiento de aumentar el déficit en EE. UU. han aportado un contrapeso relevante, favoreciendo la reactivación del crecimiento. La relajación monetaria continúa en la mayoría de economías, suavizando las condiciones crediticias y favoreciendo un posicionamiento más procíclico.

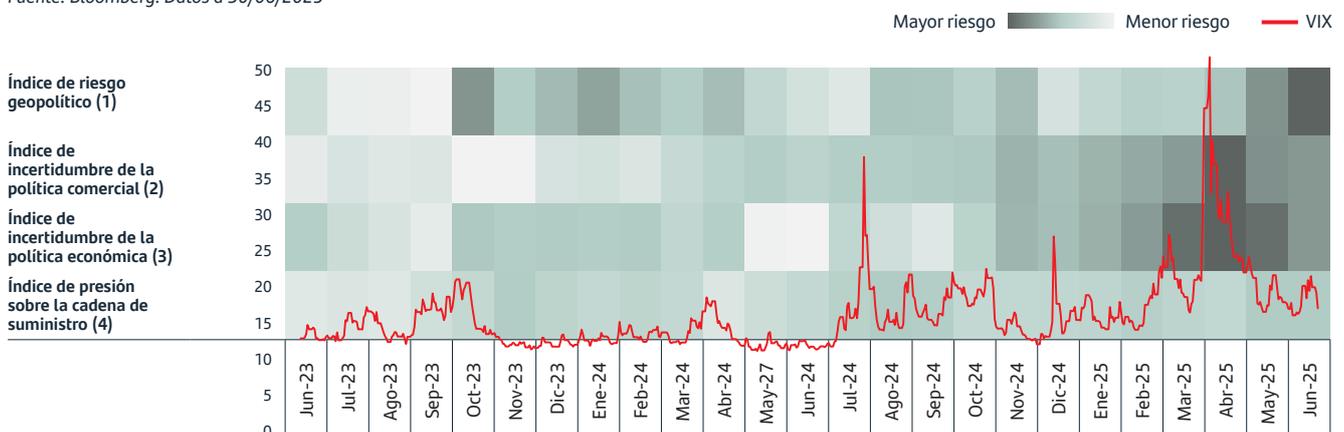
Con el temor de desaceleración parcialmente superado, el S&P 500 repuntó un 24% desde sus mínimos de abril, y activos cíclicos como el crédito *high yield* también se recuperaron. Aunque persisten riesgos en los titulares, **la dinámica del mercado está cada vez más guiada por fundamentales**.

En entornos volátiles, seguir invertido puede marcar la diferencia.

Evolución de los indicadores de riesgo geoeconómico mundial y de la volatilidad de los mercados de renta variable (VIX)

El nerviosismo del mercado se ha calmado a pesar de la acumulación de factores de riesgo

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/06/2025



(1) Índice Matteo Iacoviello de riesgo geopolítico, (2) Índice Matteo Iacoviello de incertidumbre de la política comercial global, (3) Índice de incertidumbre de política económica de EE.UU., (4) Índice de presión de la cadena de suministro global (GSCPI) de la Reserva Federal de Nueva York.

* VIX: medida de la volatilidad bursátil basada en las opciones del índice S&P 500.

De los aranceles al déficit: otro capítulo de incertidumbre para el mercado

Surge una nueva incertidumbre en torno a déficit, deuda e inflación. Los mercados de renta fija muestran una creciente sensibilidad a los riesgos de sostenibilidad fiscal.

A medida que el choque comercial inicial parece moderarse, una fuente de incertidumbre más estructural gana protagonismo: el déficit fiscal, la deuda pública y el riesgo de inflación. La reciente aprobación en el Congreso del **“Big Beautiful Bill”**, un paquete fiscal de 3,4 billones de dólares estadounidenses que prolonga las rebajas impositivas, incrementa el gasto militar y en infraestructuras y aplica recortes profundos a los programas sociales, supone un giro decisivo hacia una expansión fiscal a gran escala en EE. UU., con implicaciones a largo plazo para el crecimiento y la dinámica de la deuda.

Los mercados pasan de una fase dominada por titulares arancelarios y perturbaciones cíclicas a otra en la que prima la sostenibilidad del endeudamiento público. Aunque en el corto plazo las medidas pueden impulsar la renta disponible y el crecimiento, la combinación de agresivos alivios fiscales, recortes de gasto diferidos y una ampliación récord de 5 billones de USD en el techo de deuda plantea **interrogantes sobre la disciplina fiscal futura y la estabilidad a largo plazo**. Las proyeccio-

nes —reflejadas en los gráficos adjuntos— muestran un aumento significativo de los déficits y de la ratio deuda/ PIB estadounidenses en la próxima década.

Este viraje de políticas tiene su reflejo en Europa, donde el **giro de Alemania desde la austeridad hacia una mayor inversión y gasto en defensa** empieza a reconfigurar las expectativas de crecimiento e inflación en la zona Euro. Los gráficos sobre impulso fiscal y emisión de deuda soberana ilustran cómo estos cambios se propagan por los mercados globales, cuestionando de nuevo el ancla de credibilidad fiscal a ambos lados del Atlántico.

El impacto ya se deja sentir en los mercados globales de renta fija y divisas: **los inversores recalibran el riesgo, exigen mayor prima por la deuda soberana** y reevalúan la sostenibilidad de los rendimientos actuales. En los próximos trimestres, la interacción entre expansión fiscal, trayectoria de la deuda y expectativas de inflación —claramente destacada en los gráficos— será clave tanto para la evolución de la renta fija como para la estabilidad de los mercados en general.

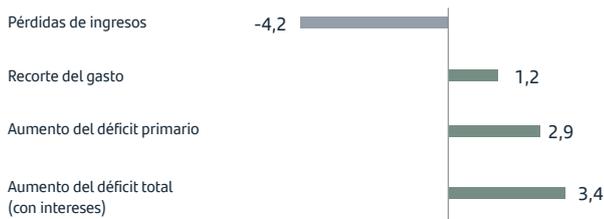
Los cambios en las señales políticas aconsejan un posicionamiento activo y flexible en renta fija.

Aumento del gasto público: implicaciones en términos de deuda y déficit para Estados Unidos y Alemania

Gráfico izquierda: Oficina Presupuestaria del Congreso de Estados Unidos (CBO). Datos a 29/06/2025, Gráfico derecha: Comisión Europea, FMI, OTAN, Gobierno alemán y Santander

Impulso fiscal sostenido en Estados Unidos y previsión de deuda

Persistencia de la inyección fiscal estadounidense (2025-2034): Billones de USD

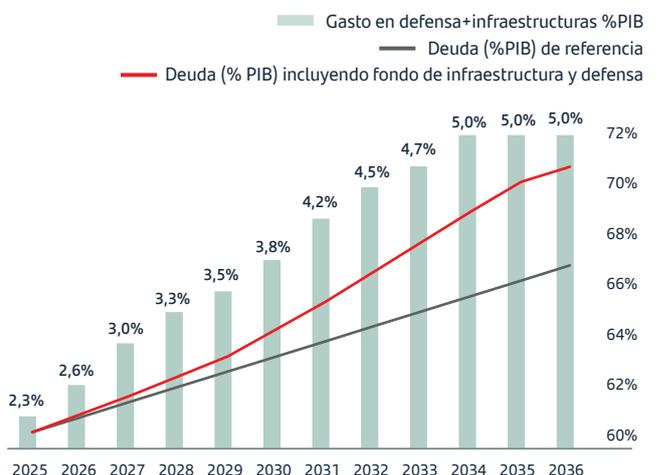


Deuda federal en 2034 (%PIB)



*One Big Beautiful Bill (reforma fiscal estadounidense)

Impulso fiscal y proyección de la deuda en Alemania



El petróleo ha enviado una señal: las tensiones geopolíticas permanecen

Las tensiones en Oriente Próximo impulsan brevemente el precio del petróleo, pero la desescalada y los sólidos fundamentos devuelven la estabilidad al mercado.

La tercera gran sacudida del trimestre, además de los temas comerciales y fiscales, fue la escalada de tensiones en Oriente Próximo, que, en este episodio, resultó ser de muy corta duración. Sin embargo esto generó temor a posibles interrupciones en el suministro energético global y llevó a que el precio del petróleo subiera más de un 10% a principios de junio; sin embargo, la reacción fue breve, ya que no se concretaron los peores escenarios previstos.

Esta contención se explicó por varios factores: aunque persiste el riesgo de que se cierre el estrecho de Ormuz, esa amenaza no se materializó; además, la OPEP+ cuenta con suficiente capacidad excedentaria y los inventarios de crudo están por encima de lo habitual, lo que contribuiría a mantener la estabilidad de la oferta. Al mismo tiempo, la demanda global de petróleo sigue estable y moderada, evitando así un repunte descontrolado de los precios.

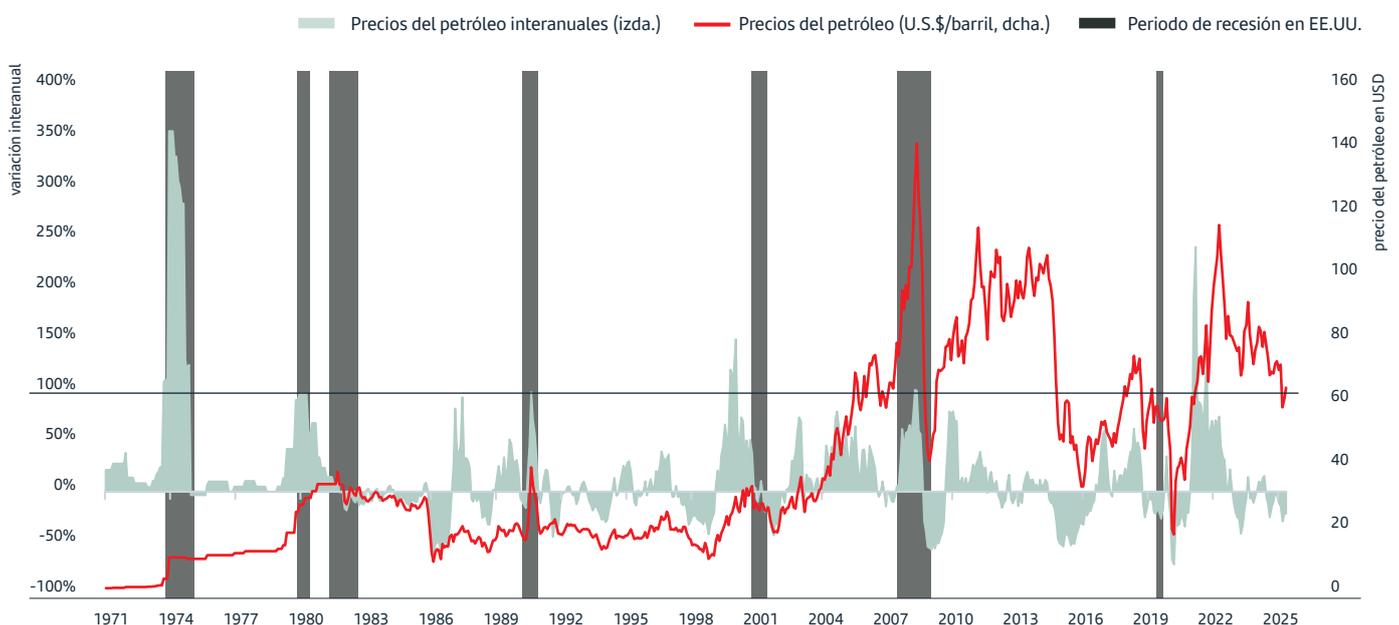
También la diplomacia ha ayudado a calmar los ánimos. EE. UU. ha moderado su tono e Irán ha evitado represalias que pudieran provocar una escalada. Como muestra el gráfico, el repunte del crudo fue modesto en comparación con crisis energéticas previas, que suelen implicar subidas superiores al 100 % en un año. Los mercados han interpretado esta escalada como un episodio de volatilidad a corto plazo, no como un cambio estructural.

Más allá del petróleo, el trimestre demuestra la resistencia de los mercados ante cambios de política. La inflación se ha mantenido contenida pese a los aranceles, las primas por plazo subieron de forma ordenada y la política fiscal apoya la demanda, sobre todo en EE. UU. y Europa. La falta de una escalada mayor permite a los inversores volver a centrarse en los fundamentales. **Esta resiliencia no implica complacencia, sino que refleja la solidez macroeconómica y la capacidad del mercado para adaptarse a entornos complejos.**

Cobertura selectiva para proteger la inversión durante los periodos de tensión en los mercados.

Petróleo Brent: un barómetro del riesgo geopolítico, la inflación y las señales de recesión

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/06/2025



El atractivo del dólar estadounidense como moneda de reserva internacional

Las presiones fiscales y el entorno político están influyendo en la dinámica de flujos y posicionamiento en divisas.

La mayoría de los activos han repuntado tras los recientes episodios de volatilidad, con una excepción destacada: el dólar estadounidense. Las decisiones de política económica y el nuevo enfoque de la Administración han generado **interrogantes sobre el papel del dólar en carteras de inversión y reservas internacionales.**

El **USD sigue dominando las finanzas globales** en casi todos los frentes: más del 80% de las transacciones en divisas, más del 50% de la facturación comercial y cerca de la mitad de los préstamos y emisiones de deuda internacionales. Su liderazgo se basa en la liquidez, los efectos de red y la confianza. Sin embargo, con dudas sobre la credibilidad fiscal y una política económica incierta, esa confianza ya no es incuestionable. No hay sustituto inmediato: el euro y el yuan enfrentan obstáculos como la fragmentación, los controles de capital o falta de activos seguros. **La primacía del USD se mantiene, pero su margen de seguridad se reduce.** Las recientes medidas políticas —incluida la propuesta de un impuesto de represalia a inversores extranjeros (artículo 899), retirada tras fuertes presiones— han agitado

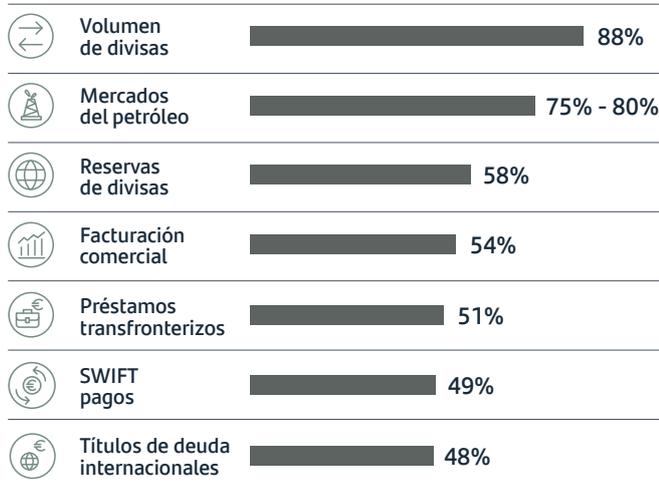
aún más el sentimiento en los mercados de capitales. Estos episodios indican que el riesgo cambiario y de flujos ya no es marginal, sino parte del núcleo macroeconómico que los inversores deben considerar. Este reajuste se refleja en el comportamiento institucional. Como muestra el gráfico, **los bancos centrales diversifican progresivamente fuera del dólar**, llevando al oro a su mayor peso en reservas globales en más de cuatro décadas. Para muchos grandes inversores, el oro ya no es solo cobertura inflacionaria, sino escudo ante la inestabilidad política y monetaria en EE. UU. No se abandona el dólar, se reequilibra con prudencia.

La exposición a activos en USD sigue siendo inevitable en cualquier cartera global, pero resulta fundamental calibrar bien ese peso y buscar una mayor diversificación. En un entorno de mayor volatilidad de las divisas y políticas monetarias más impredecibles, gestionar activamente la posición en USD y complementarla con otras monedas y activos reales aportaría solidez y resiliencia a las inversiones. Adaptar la cartera con flexibilidad es clave en un mundo donde los antiguos puntos de referencia ya no son tan firmes.

Amplíe su horizonte más allá del dólar con activos reales y otras divisas importantes.

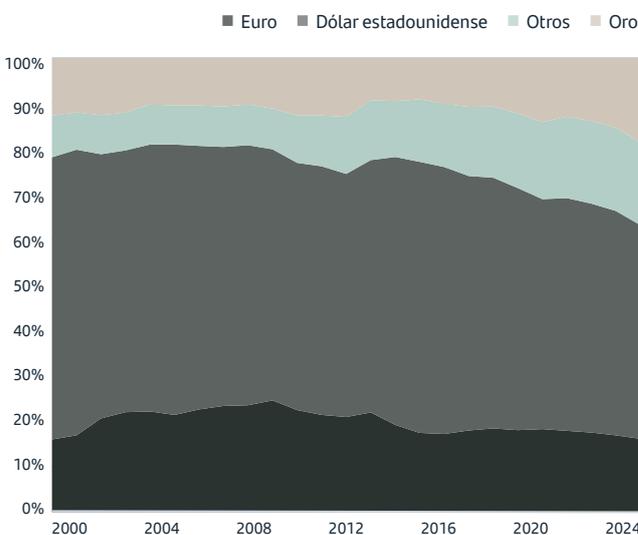
Rol clave del dólar estadounidense en los flujos financieros globales

Participación del dólar estadounidense en los mercados mundiales



El oro es ahora el segundo activo de reserva más importante para los bancos centrales

Composición de las reservas oficiales mundiales (%)



Fuente: por orden de arriba abajo, la fuente (y los datos más recientes entre paréntesis) son: Encuesta Trienal de Bancos Centrales del BPI (2022); estimación de PIMCO (2024); Composición por monedas de las reservas oficiales de divisas del FMI (2024); "Revisiting the international role of the U.S. dollar" del BPI (2022); Estadísticas bancarias territoriales del BPI (cuarto trimestre de 23); Swift (marzo de 2025); Estadísticas de títulos de deuda del BPI (cuarto trimestre de 24). Gráfico de la derecha: World Gold Council y The Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) dataset del FMI Datos a diciembre de 2024

Del ruido a la señal: interpretar los cambios de política

1 Perspectivas macroeconómicas: un menor rango de incertidumbre

Con riesgos políticos más claros, las perspectivas se estabilizan. Prevemos una desaceleración suave, apoyada por unas políticas flexibles y una demanda sólida.

1.1 Perspectivas de crecimiento: desaceleración, no estancamiento

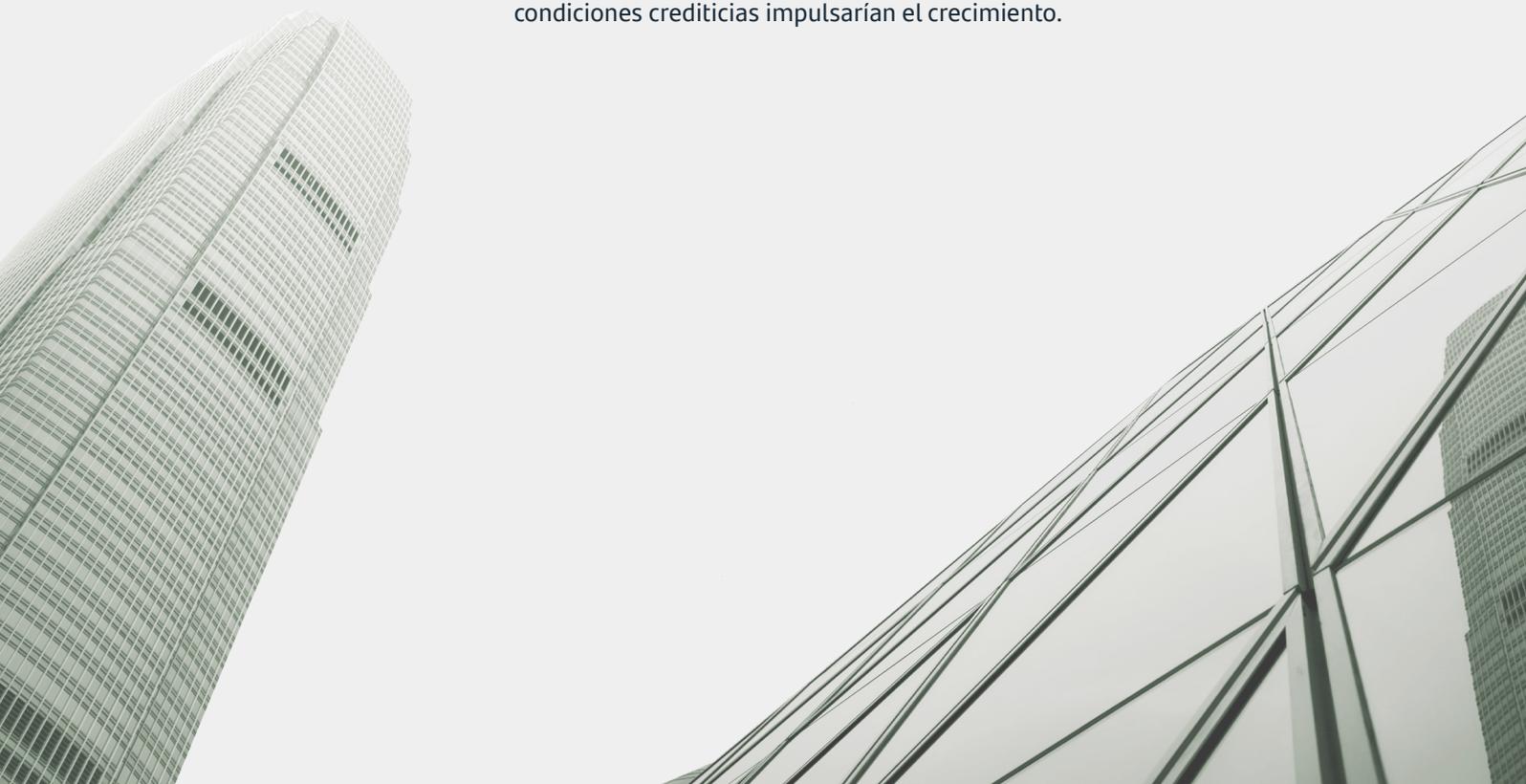
A pesar de la elevada incertidumbre, los datos económicos de EE.UU., la zona Euro y China sugieren una desaceleración, no una recesión.

1.2 Inflación: ¿Qué es real y qué es ruido?

La desinflación persiste en los datos, pero el sentimiento refleja nuevos riesgos. Aranceles y energía exigen un análisis cuidadoso entre el ruido.

1.3 Tipos de interés: aún hay margen para recortar

El ciclo de relajación global continúa. Tipos más bajos y mejores condiciones crediticias impulsarían el crecimiento.



1. Perspectivas macroeconómicas: un menor rango de incertidumbre

Con riesgos políticos más claros, las perspectivas se estabilizan. Preveemos una desaceleración suave, apoyada por unas políticas flexibles y una demanda sólida.

Con **mayor claridad sobre la dirección política de la Administración Trump**, es posible afinar en mayor medida las perspectivas macroeconómicas para los próximos trimestres. Aunque persiste una elevada incertidumbre —especialmente en torno a las negociaciones comerciales—, los peores escenarios parecen menos probables. Las conversaciones con China y la Unión Europea siguen abiertas, pero la niebla política empieza a disiparse. **De momento, el plan fiscal ya ha esquivado el escollo del Congreso americano.** Los mercados siguen de cerca las señales sobre la aplicación de nuevos aranceles, cuyo impacto se desplegará gradualmente en los próximos meses.

En este entorno, partimos de un **escenario de choque político manejable**: un ajuste de un punto porcentual en el crecimiento de EE.UU. y un repunte temporal de la inflación por los aranceles sobre bienes importados. No lo vemos como un escenario recesivo. De hecho, la probabilidad de recesión ha disminuido en las últimas semanas, y la narrativa macroeconómica sigue siendo de resiliencia.

Los datos continúan siendo sólidos: empleo estable, márgenes empresariales sanos y sin recortes significativos en gasto o contratación del sector privado.

Las **condiciones financieras se están relajando, impulsadas por las expectativas de recortes de tipos** tanto de la Fed como del BCE. En Europa, la política fiscal gana flexibilidad, con avances en gasto en infraestructuras y defensa —especialmente en Alemania y la UE—, ayudando a contrarrestar la incertidumbre comercial. En EE.UU., la desregulación y la inversión tecnológica podrían impulsar la productividad más de lo previsto.

Somos conscientes de los riesgos actuales: las tensiones en Oriente Próximo, la posibilidad de una ruptura comercial, las presiones inflacionistas derivadas del petróleo o los aranceles y el aumento de los déficits fiscales. Sin embargo, observamos que el entorno está comenzando a estabilizarse. Nuestro **escenario central sigue siendo el de una desaceleración moderada**, en la que las políticas económicas contribuyen a suavizar la volatilidad de los mercados.

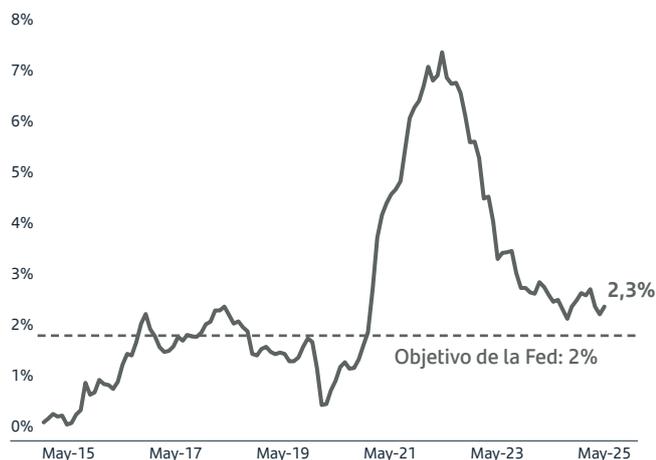


Considere añadir a su cartera productos estructurados que combinen rendimiento potencial y protección a la baja.

Aranceles en ciernes: impacto pendiente sobre los precios y las exportaciones

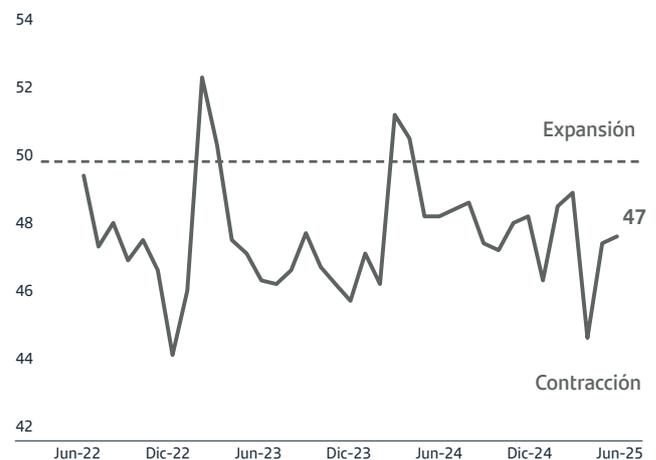
Fuente: Bloomberg. Datos a 30/06/2025

Índice de precios PCE* en EEUU
Tendencias de la inflación: el impacto de los aranceles aún está por verse



* PCE: índice de precios del Gasto de Consumo Personal estadounidense

Encuesta manufacturera PMI de China: pedidos de exportación
La demanda de exportaciones está bajo presión: primeras señales, más por venir



1.1 Crecimiento económico: desaceleración, no estancamiento

A pesar de la elevada incertidumbre, los datos reales de la economía de EE.UU., la zona Euro y China sugieren una desaceleración, no una recesión.

La economía global sigue navegando un entorno de elevada incertidumbre, donde **la interpretación de los datos es clave**. Por un lado, los indicadores reales ("hard data"), como el empleo, la producción industrial o el consumo, reflejan resistencia. Por otro, los indicadores de sentimiento ("soft data"), basados en encuestas, ofrecen una visión más cauta, con dudas sobre la solidez de la recuperación y expectativas más débiles para los próximos meses.

En **EE. UU.**, las ventas minoristas apuntan a un crecimiento del consumo privado cercano al 2 % anualizado en el segundo trimestre. Sin embargo, se debilitan las encuestas empresariales y aumentan las solicitudes de subsidio por desempleo. **La confianza del consumidor sigue baja, lo que sugiere posible enfriamiento del consumo en la segunda mitad del año.** Aun así, el mercado laboral, las condiciones financieras y el gasto de los hogares siguen siendo suficientemente sólidos para descartar una recesión inminente.

En Europa, el crecimiento es lento, pero apoyado por factores estructurales. La inversión ligada al fondo

de infraestructuras alemán y la iniciativa ReArm compensaría la debilidad del crédito y las exportaciones. Aunque los PMI siguen bajos, la política fiscal gana relevancia. Las previsiones de crecimiento para 2025 son modestas, pero con margen de mejora hacia 2026-27 si la inversión se recupera.

En China, la producción industrial se mantiene estable, el crédito crece moderadamente y las políticas de apoyo siguen enfocadas. Pese a la presión del sector inmobiliario y el entorno externo, los datos internos respaldan una recuperación modesta. **La escalada de tensiones en Oriente Próximo añade fragilidad.** Según nuestros cálculos, si el crudo sube o se interrumpen rutas comerciales, la expansión global podría verse afectada. Un aumento sostenido de 10 \$/barril reduciría entre 0,2 y 0,3 pp el PIB de economías desarrolladas y hasta 0,5-0,7 pp en emergentes. Por ahora, la economía global se mantiene firme, aunque con visibilidad limitada. El riesgo no es una contracción inmediata, sino un estancamiento prolongado por incertidumbre política y geopolítica.

Permanezca invertido, sea selectivo y diversifique a nivel mundial.

Las probabilidades de recesión están cambiando en medio de la incertidumbre política

Fuente: Encuesta Bloomberg a economistas. Datos a 25/06/2025

Estados Unidos



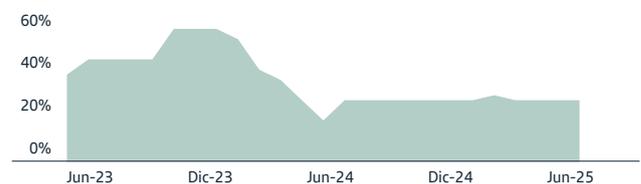
Probabilidad de recesión EE.UU.



Zona Euro



Probabilidad de recesión zona Euro



1.2 Inflación: ¿qué es real y qué es ruido?

Las tendencias de desinflación se mantienen intactas en los datos reales, pero los indicadores de sentimiento invitan a la cautela.

La divergencia entre los indicadores reales y las expectativas económicas está complicando la lectura de las tendencias inflacionistas. En EE. UU., los datos oficiales confirman que la desinflación continúa: el IPC subyacente de mayo se mantuvo en el 2,8 % interanual y los registros mensuales llevan dos meses por debajo del 0,2 %. Sin embargo, las **encuestas reflejan inquietud**. Las expectativas de inflación a un año de la Universidad de Michigan repuntaron hasta el 5,0 % en junio tras el anuncio de los aranceles en abril, mostrando cómo los titulares pueden alterar el sentimiento.

Esta brecha entre la inflación observada y la percibida está en el centro del dilema actual: señal frente a ruido. Mientras los indicadores reales confirman el avance de la desinflación, las percepciones económicas —fuertemente condicionadas por la política— amplifican temores que podrían no concretarse en los precios efectivos.

Los recientes cambios en la política arancelaria de EE. UU. aún no se reflejan del todo en el consumo. Factores como

los inventarios o el retraso en trasladar costes han moderado el impacto inicial, pero los aranceles sobre sectores como el automotriz o el electrónico podrían presionar los precios en los próximos meses. Además, **los mercados energéticos siguen sensibles a los riesgos geopolíticos:** una perturbación sostenida o una nueva escalada arancelaria en verano podría elevar la inflación temporalmente.

El contraste con Europa es notable. Tanto los indicadores reales como las encuestas de consumidores reflejan una desinflación sostenida: inflación subyacente del 2,3 % interanual y expectativas a la baja. Esta coherencia refuerza la trayectoria gradual de relajación del BCE.

Hacia adelante, **prevedemos que las expectativas inflacionarias se mantendrán mayormente ancladas, aunque sujetas a episodios de volatilidad derivados de aranceles y precios energéticos.** En este entorno, los activos reales y las estrategias flexibles seguirían siendo herramientas clave para gestionar el riesgo.

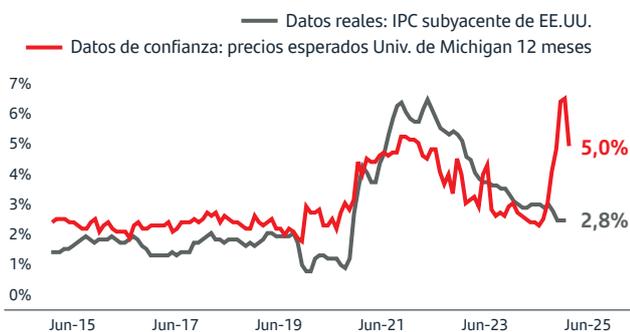


La asignación a activos reales y estrategias de renta fija flexibles pueden contribuir a gestionar el riesgo.

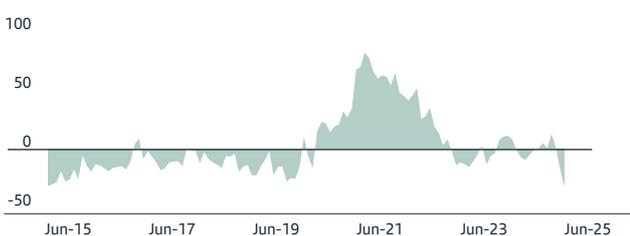
Realidades divergentes: los datos de precios reales confirman la desinflación, pero el sentimiento se mantiene elevado

Fuente: Bloomberg. Datos a 25/06/2025

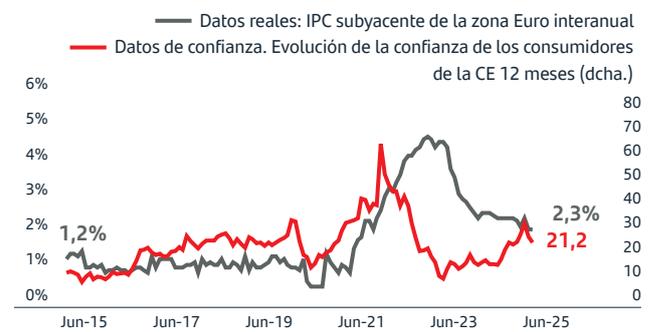
EE.UU.



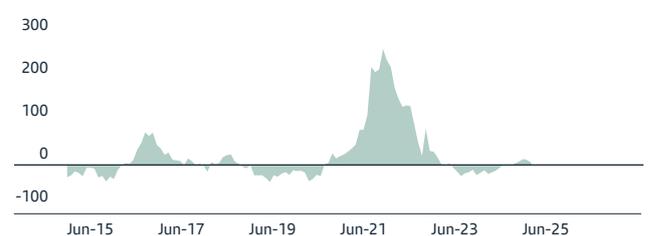
Índice Citi de sorpresas en datos de inflación - EE.UU.



Zona Euro



Índice Citi de sorpresas en datos de inflación - zona Euro



1.3 Tipos de interés: aún hay margen para recortar

El ciclo de relajación global continúa. Tipos más bajos y mejores condiciones crediticias impulsarían el crecimiento.

El ciclo mundial de tipos de interés sigue girando desde una política restrictiva hacia un enfoque más flexible. En muchas economías —sobre todo en la zona Euro— los tipos oficiales ya no son restrictivos, gracias al avance de la desinflación. En EE. UU., aunque la Fed mantiene la cautela, la moderación de los precios y el enfriamiento del mercado laboral dejarían margen para recortes si fueran necesarios. En mercados emergentes, tras actuar con anticipación, la solidez de los balances permitiría nuevas bajadas de tipos.

En paralelo, las condiciones financieras han mejorado de manera significativa. Los diferenciales de crédito se mantienen en niveles bajos, lo que indica que el acceso a la financiación es más asequible tanto para empresas como para familias. Los costes de los préstamos han bajado y las entidades financieras están facilitando el crédito, apoyando así el crecimiento económico. En Estados Unidos, la posible desregulación bancaria impulsada por la nueva Administración podría reforzar aún más esta tendencia, estimulando un mayor flujo de crédito privado. Esto significa que, pese a la volatilidad global, el entorno financiero es ahora más favora-

ble para invertir, ya que se combina un menor coste de financiación con mejores oportunidades para acceder al crédito.

Los gráficos siguientes lo ilustran con claridad: los tipos oficiales globales han tocado techo y ahora tienden a la baja. Las expectativas del mercado proyectan descensos graduales tanto en la Fed como en el BCE. **Esta combinación de política más acomodaticia, recuperación del crédito y posible desregulación apunta a un entorno más favorable para los mercados y la economía.** Mejores condiciones de financiación, tipos más bajos y el apoyo de los bancos centrales crean un contexto más constructivo para los inversores, a pesar de los riesgos latentes.

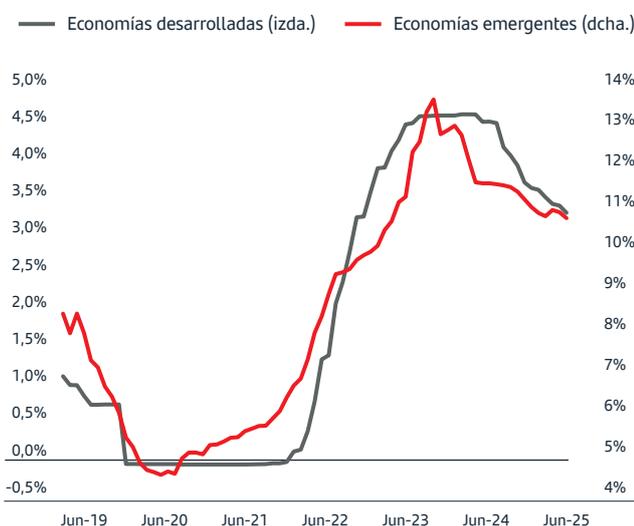
En divisas, la narrativa también evoluciona. **La evolución del USD está más influida por los flujos de capital y la diversificación de carteras que por diferenciales internos.** En un entorno de incertidumbre política y geopolítica, la estrategia de divisas se vuelve esencial en la gestión del riesgo. La diversificación monetaria ya no es táctica, sino un componente estructural para afrontar un mundo con anclajes globales cambiantes.

Mantener la exposición a bonos de alta calidad.

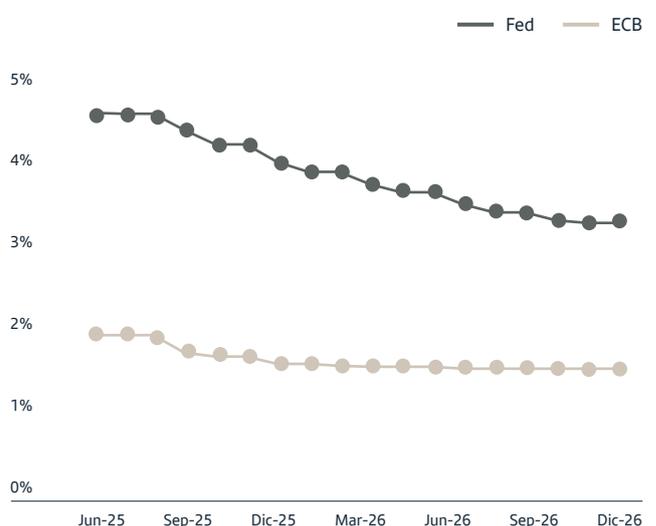
La política monetaria sigue siendo favorable: se esperan recortes de tipos en los mercados desarrollados y emergentes

Fuente: Bloomberg. Datos a 28/06/2025

Los tipos de interés oficiales mundiales ya han tocado techo



La Fed y el BCE siguen una senda gradual de bajada de tipos



1.4 Resumen de proyecciones económicas

Datos a 4 de julio de 2025

Crecimiento económico

Se espera que el PIB de EE.UU. crezca un 2,0% en 2025, con consumo sólido pero menor inversión por incertidumbres políticas y comerciales. La contratación, los balances de los hogares y los servicios seguirían apoyando la actividad. En la zona Euro, el crecimiento alcanzaría el 1,5%, impulsado por estímulo fiscal en Alemania y mayor consumo. España lidera la región. Pese a los retos industriales, la mejora de la confianza y la recuperación de la demanda externa sustentan una visión cautamente optimista.

PIB tasa media anual (%)	2024		2025		2026	
	2024	2025e	Consenso	2026e	Consenso	2026
Estados Unidos	2,8	2,0	1,5	2,2	1,6	1,6
Zona Euro	0,7	1,5	1,0	1,4	1,1	1,1
Reino Unido	0,8	0,8	1,1	0,8	1,2	1,2
Alemania	-0,2	0,7	0,2	1,3	1,1	1,1
Francia	1,1	0,6	0,5	1,3	0,8	0,8
Italia	0,5	0,9	0,5	1,2	0,8	0,8
España	3,1	2,5	2,4	2,1	1,8	1,8
Brasil	3,4	2,0	2,3	1,5	1,6	1,6
México	1,5	-0,2	0,0	1,8	1,3	1,3
Chile	2,3	2,2	2,3	2,3	2,1	2,1
Polonia	2,9	3,4	3,3	3,2	3,3	3,3

Inflación

Se prevé que la inflación en EE.UU. alcance el 3,0% en 2025, con precios de servicios y salarios aún elevados, y aranceles como riesgo al alza. La Fed se mantiene cauta y exige una bajada sostenida del IPC subyacente mensual hasta el 0,2% antes de relajar más la política. En la zona Euro, la inflación se estabiliza cerca del 2,0%, con menor presión salarial y normalización energética. Aunque persisten riesgos externos, el proceso desinflacionario gana tracción, lo que respalda una normalización gradual por parte del BCE.

Tasa media anual (%)	2024		2025		2026	
	2024	2025e	Consenso	2026e	Consenso	2026
Estados Unidos	2,7	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8
Zona Euro	2,0	2,2	2,0	1,9	1,8	1,8
Reino Unido	2,8	3,3	3,2	2,3	2,3	2,3
Alemania	2,1	2,2	2,2	1,9	2,0	2,0
Francia	0,8	1,0	1,0	1,9	1,6	1,6
Italia	1,8	1,7	1,8	1,6	1,7	1,7
España	2,1	2,3	2,3	1,8	1,9	1,9
Brasil	5,0	5,8	5,2	5,0	4,4	4,4
México	4,5	3,9	3,9	3,8	3,7	3,7
Chile	4,5	3,9	4,4	3,3	3,2	3,2
Polonia	4,1	3,9	3,7	2,9	2,9	2,9

Política monetaria

La Fed sigue guiándose por los datos y probablemente bajará los tipos hasta el 4,0 %, si la inflación se modera y los riesgos permanecen contenidos. El BCE, con menor inflación y crecimiento parco, redujo el tipo de depósito al 2,0 % y probablemente lo mantendrá. El Banco de Inglaterra sería más cauto, condicionado por la inflación en servicios y la dinámica salarial, y cerraría el año en el 3,75 %.

Tipos de interés oficiales (%)	2024e		2025		2026	
	2024e	2025e	Consenso	2026e	Consenso	2026
Estados Unidos	4,50	4,00	4,05	4,00	3,50	3,50
Zona Euro	3,00	2,00	1,90	2,00	1,95	1,95
Reino Unido	4,75	3,75	3,75	3,50	3,30	3,30
Brasil	12,25	14,75	14,75	13,00	12,40	12,40
México	10,00	7,75	7,35	7,50	6,75	6,75
Chile	5,00	4,75	4,55	4,50	4,20	4,20
Polonia	5,75	4,75	4,65	3,75	3,80	3,80

Mercados de divisas

El dólar estadounidense cede terreno en un contexto de desequilibrios fiscales, tensiones comerciales y expectativas de recortes por parte de la Fed. El euro se fortalece gracias a una mayor claridad del BCE. Las divisas latinoamericanas muestran un comportamiento desigual: el peso mexicano se ve afectado por riesgos comerciales, el real brasileño por presiones fiscales, y los pesos chileno y colombiano por la desaceleración global y la volatilidad en materias primas.

FX vs. USD	2024		2025e		2026	
	2024	7-Jul	2025e	Consenso	2026e	Consenso
EUR	1,04	1,18	1,18	1,17	1,20	1,20
GBP	1,25	1,37	1,30	1,36	1,29	1,38
BRL	6,18	5,41	5,90	5,70	6,00	5,84
MXN	20,83	18,66	20,20	19,50	20,60	19,50
CLP	995	930	935	930	925	939
PLN	4,13	3,61	3,65	3,59	3,60	3,61

Fuente: Santander CIB y Bloomberg para Consensus y FX spot levels

Del ruido a la señal: interpretar los cambios de política

2 Mercados en adaptación: la volatilidad persiste mientras los cambios políticos redefinen el terreno de juego

2.1 Renta fija

Con buenos rendimientos, fundamentos sólidos y políticas flexibles, los bonos ofrecen un panorama favorable. Mantener selectividad y emplear estrategias activas sería lo adecuado.

2.2 Renta variable

La renta variable se sustenta en beneficios sólidos, aunque las valoraciones acotan el potencial. En este contexto, priman la calidad y la selectividad.

2.3 Mercados privados

Con la liquidez tradicional en retirada, el capital privado está bien posicionado para captar ineficiencias en mercados tensos mediante estructuras flexibles.



2.1 Renta fija: valor en un entorno de tipos a la baja

La renta fija sigue ofreciendo valor en un contexto de tipos de interés a la baja y buenos fundamentos crediticios. Es clave ser selectivos y mantener una gestión activa.

En un mercado influido por continuos cambios políticos, **la renta fija sigue siendo el pilar básico para generar retornos con riesgo moderado.** A pesar de la volatilidad inicial, los factores clave —altos rendimientos de partida, inflación más contenida y sólidos fundamentos corporativos— se mantienen firmes. Priorizamos la calidad crediticia y la gestión activa de duración y asignación de activos. El crédito con grado de inversión ofrece un perfil equilibrado, donde aún el *carry* y el *roll-down* tienen recorrido. Los balances empresariales siguen sólidos, las tasas de impago son bajas y las condiciones crediticias más favorables refuerzan el contexto. También destacamos los activos respaldados por hipotecas, que se benefician de las bajadas de tipos y la solidez de las valoraciones inmobiliarias.

Regionalmente, las oportunidades de duración son más atractivas fuera de EE. UU. En Europa y partes de Asia-Pacífico, el crecimiento más débil y la inflación mo-

derada respaldan una mayor relajación monetaria, curvas con mayor pendiente y mayor *roll-down*. En cambio, en EE. UU., los rendimientos a largo plazo se ven presionados por las preocupaciones fiscales. En este entorno, preferimos vencimientos intermedios y vemos valor en titulizaciones de agencia y estrategias de crédito a corto plazo, que aportan *carry* con menor exposición al largo plazo. La **deuda de mercados emergentes en moneda local ofrece potencial** ante el ciclo bajista de tipos, el fortalecimiento de los fundamentales y un USD más débil.

En conjunto, favorecemos una estrategia de renta fija global, flexible y centrada en la calidad. Los mercados soberanos, de crédito y titulizados aún ofrecen rentabilidades ajustadas al riesgo, siempre que se mantenga un enfoque disciplinado y orientado a las señales macroeconómicas. No se trata de perseguir rendimiento, sino de **gestionar la volatilidad mediante un posicionamiento activo.**

Priorizar estrategias flexibles de bonos de alta calidad con un equilibrio entre riesgo de crédito y duración.

Aumento de la prima por plazo: los bonos largos ofrecen ahora una mayor compensación

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/06/2025



Diferenciales de crédito reducidos gracias a unos fundamentos sólidos y pocos impagos

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/06/2025



2.2 Renta variable: la clave está en el crecimiento de los beneficios

La renta variable se sustenta en beneficios sólidos, aunque las valoraciones acotan el potencial. En este contexto, priman la calidad y la selectividad.

Los mercados de renta variable han avanzado en los últimos meses, impulsados por la menor preocupación por una recesión y la solidez de los beneficios. Sin embargo, **mantenemos una postura neutral: las valoraciones**, especialmente en EE. UU., son elevadas, con el S&P 500 por encima de su media histórica. En contraste, Europa muestra valoraciones más razonables, lo que sugiere potencial de rotación regional. Con política económica incierta y tipos ya descontados, el margen para una mayor expansión de múltiplos es limitado.

En este contexto, la clave sigue siendo la fortaleza de los beneficios. Aunque el ritmo de avance se modera tras la recuperación inicial, las expectativas para 2025 siguen siendo positivas, especialmente en EE.UU., donde los analistas prevén un crecimiento del BPA del S&P 500 en torno al 9%. El impulso se concentra en sectores como tecnología, servicios financieros y salud, que lideran las revisiones al alza. El gráfico de la izquierda refleja claramente cómo, tras el repunte de los últimos años, la tendencia de crecimiento de beneficios en EE.UU. se mantiene sólida para los próximos trimestres. En Europa, aunque el crecimiento previsto es más moderado, con estimaciones de BPA en el Stoxx 600 cercanas al 5 % para 2025, la tendencia también es constructiva y res-

palda la estabilidad de las valoraciones. Como muestra el gráfico de la derecha, la recuperación de los beneficios en la región se mantiene aunque a un ritmo más suave que en EE.UU. especialmente en los sectores financiero, tecnológico e industrial. Se espera un crecimiento de beneficios de dos dígitos hasta 2026.

La mayoría de las empresas han mantenido sus proyecciones de resultados para el año en curso a pesar del deterioro en el contexto macroeconómico. Esto respalda una asignación neutral en renta variable, donde la selectividad y la calidad son claves. Las valoraciones elevadas desaconsejan aumentar riesgo, pero **la solidez de los beneficios justifica seguir invertido**.

Proponemos compañías de calidad, con balances robustos, capacidad de fijar precios y crecimiento sostenible, así como sectores impulsados por la innovación. La IA, la robótica y la transición energética continúan generando crecimiento y oportunidades para diferenciar entre empresas ganadoras y perdedoras. En este entorno ruidoso, distinguir entre innovación real y expectativas infladas es esencial. **La selección de valores debe estar guiada por los fundamentales y el crecimiento, no por el volátil sentimiento inversor.**

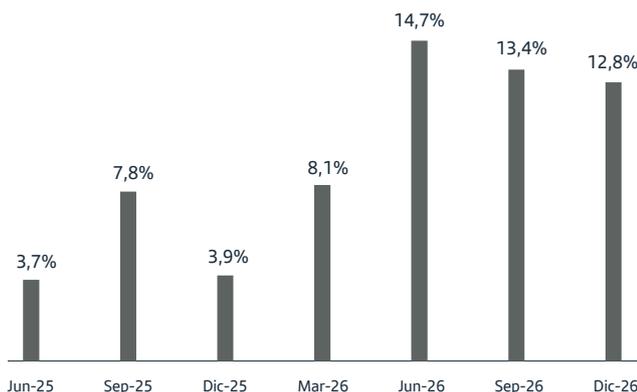
Acciones de alta calidad y exposición a tendencias clave.

El crecimiento interanual de los beneficios sigue siendo sólido para la renta variable estadounidense y europea

Fuente: Santander y Bloomberg. Datos a 25/06/2025

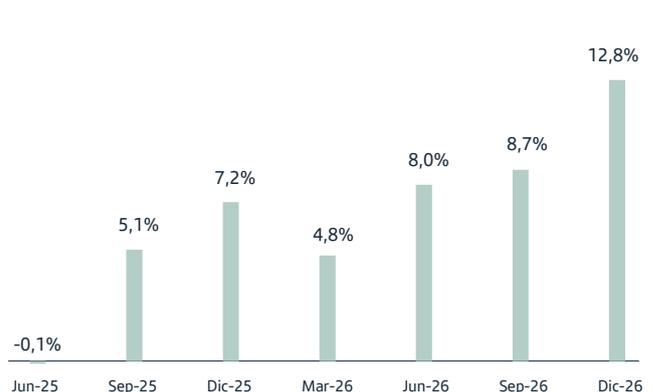
EE.UU:

S&P 500 - Previsión de crecimiento del BPA



Europa:

Stoxx 600 - Previsión de crecimiento del BPA



2.3 Mercados privados: una brújula a largo plazo

Con la liquidez tradicional en retirada, el capital privado está bien posicionado para captar ineficiencias en mercados tensos mediante estructuras flexibles.

En el actual entorno macroeconómico —mercado por tensiones comerciales, incertidumbre inflacionaria y tipos elevados durante más tiempo— **los mercados privados siguen siendo una piedra angular para los inversores a largo plazo.** En lugar de buscar la sincronización con el mercado, enfatizamos la diversificación temporal y la exposición estratégica. Las carteras con exposición a mercados privados bien estructuradas recompensan al capital paciente, especialmente cuando se diversifican por estrategias y regiones.

Pese a los desafíos de liquidez, el capital privado mantiene su atractivo. En líneas generales, la pausa o desaceleración en las desinversiones, los precios en el mercado secundario y la mayor dispersión en los retornos han hecho que la captación de fondos se modere respecto a años anteriores. Como muestra el gráfico, la recaudación anual de capital privado se ha ralentizado desde los máximos recientes, aunque sigue en niveles elevados en términos históricos y destaca la resiliencia de las estrategias de *buyouts* y deuda privada. Este

ajuste en los flujos no implica una pérdida de atractivo estructural, sino una mayor selectividad por parte de los inversores y una mayor disciplina en la asignación.

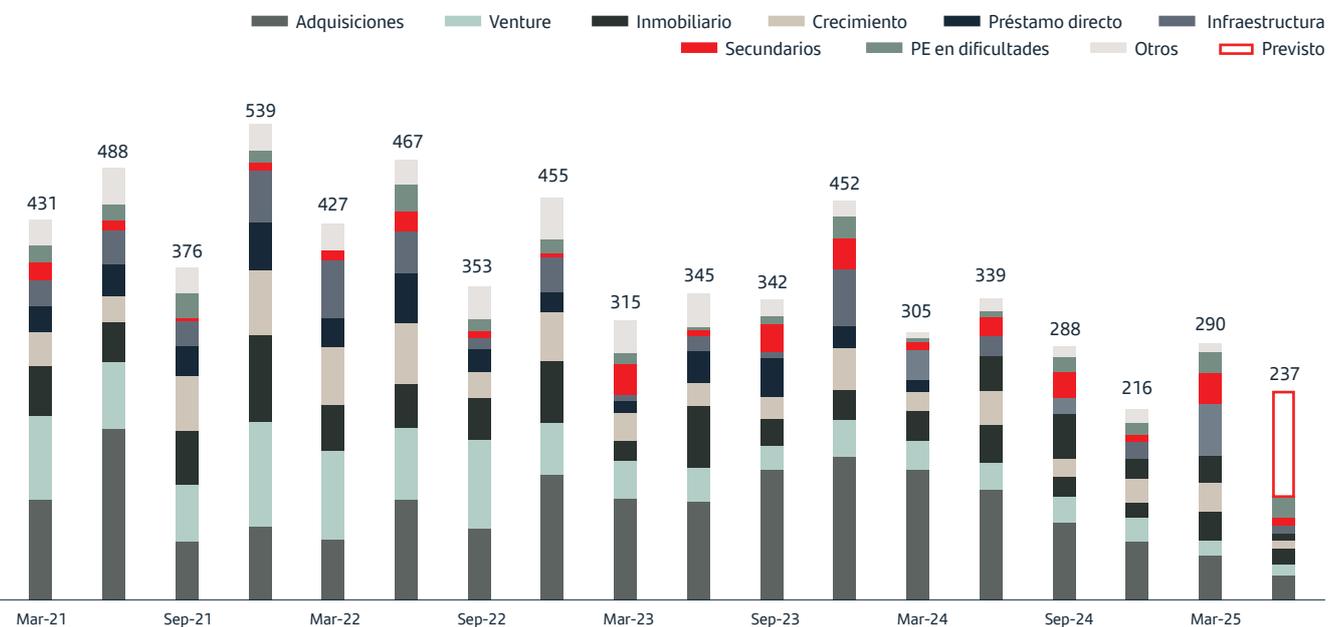
La deuda privada ofrece rendimientos ajustados al riesgo superiores al crédito público, especialmente en préstamos directos y deuda respaldada por activos. Factores estructurales como la contracción bancaria, la refinanciación inmobiliaria y la demanda de soluciones a medida amplían el universo de inversión. Los fondos *evergreen* ofrecen ingresos estables, diversificación y mayor liquidez en comparación con los fondos cerrados.

La inversión en infraestructuras destaca cada vez más, especialmente en digitalización y transición energética. Flujos de caja estables, vinculados a la inflación, y políticas favorables —especialmente en Europa y Asia— respaldan el atractivo estructural del sector. Mantener exposición a lo largo de toda la estructura de capital y diversificar serán claves para aprovechar la evolución del ecosistema de mercados privados.

Los mercados privados pueden ser un componente útil para carteras resilientes, con potencial de ingresos estables y crecimiento.

La captación de capital privado se ralentiza, pero las oportunidades a largo plazo perduran

Fuente: Preqin. Datos a 16/05/2025. Miles de millones de USD



Del ruido a la señal: interpretar los cambios de política

3 De la reacción a la resiliencia: adaptar carteras a un ciclo de políticas y condiciones macroeconómicas en transformación

El mercado enfrenta mayor incertidumbre por cambios fiscales, comerciales y geopolíticos. La resiliencia exige ajuste, no retirada: selectividad, diversificación y gestión activa serán clave.

3.1 Siga la señal: mantenga sus inversiones con disciplina y enfoque selectivo

3.2 Considere el riesgo geopolítico al tomar decisiones de inversión

3.3 Prepárese para posibles giros en la narrativa del mercado



3.1 Siga la señal: mantenga sus inversiones con disciplina y enfoque selectivo

Pese al ruido global, las señales apuntan a una expansión resistente: bajo riesgo de impago, beneficios sólidos, balances saneados y mercado laboral estable. Con menor riesgo de recesión del que sugieren los titulares, conviene evitar salidas prematuras, aunque las valoraciones ajustadas exigen disciplina y mayor selectividad.

Mantener la disciplina de asignación

Procure evitar recortes de riesgo impulsados por emociones y evite la tentación de anticipar el comportamiento del mercado. Dejar que la disciplina —y no los titulares— oriente las decisiones de inversión ayudaría a mantener un enfoque más sólido. Seguir fiel a los fundamentos, con una asignación equilibrada y diversificada, continúa siendo una base sensata.

Centrarse en beneficios sólidos

En un entorno donde los fundamentos permanecen firmes, podría ser conveniente prestar atención a sectores resilientes y acciones de alta calidad. A largo plazo, serían los beneficios —más que los múltiplos— los que contribuirían a impulsar la rentabilidad.

Ser selectivo en la búsqueda de diferencias de rendimiento

El crédito con grado de inversión (mejor *rating*) debe ser el pilar fundamental de las carteras de renta fija. A la hora de optimizar el rendimiento, preferimos la diversificación en mercados emergentes a la exposición a emisores de baja calidad crediticia. Mantenemos preferencia por estrategias de gestión activa para aprovechar la volatilidad en las curvas de interés.



Mantenga su inversión y siga un enfoque de asignación disciplinado.

3.2 Tenga en cuenta la geopolítica y la innovación para sus decisiones de inversión

El mercado muestra una sensibilidad creciente a factores geopolíticos como el comercio, la energía, el gasto en defensa y la fragmentación tecnológica. En lugar de evitar el riesgo, los inversores pueden ajustar su exposición hacia activos globales, sectores defensivos y temáticas estratégicas.

Ampliar los activos de reserva más allá de EE.UU.

Diversificar fuera del dólar estadounidense —hacia el euro, yen, franco suizo u oro— puede aportar protección frente a *shocks* comerciales o fiscales. No se trata de ignorar el rol clave de los activos estadounidenses, sino de ampliar estratégicamente la exposición para reforzar la resiliencia geopolítica.

Cobertura frente al riesgo geopolítico

Aumentar la exposición a sectores como defensa, ciberseguridad e infraestructuras críticas puede ser útil en este entorno. Con menor volatilidad, resulta oportuno considerar coberturas con opciones o productos estructurados, no como reacción al miedo, sino como medida de previsión.

Invertir en disrupción tecnológica

Las tensiones geopolíticas aceleran la carrera por la supremacía tecnológica. Es importante considerar inversiones en infraestructura para inteligencia artificial, semiconductores e infraestructuras digitales. En un entorno de cambio acelerado, es un riesgo el tener un posicionamiento débil a innovación.

⊙ Añada exposición a temas estratégicos, activos globales y sectores resilientes.

3.3 Prepárese para posibles giros en la narrativa del mercado

En un entorno de transformación de las políticas económicas y reordenamiento global de prioridades, los inversores necesitan agilidad y perspectiva. El liderazgo del mercado evoluciona con los cambios de narrativa, y la pasividad puede dejar fuera de oportunidades en plena transición fiscal y regulatoria.

Navegar por la curva: buscar oportunidades en la pendiente

La relajación monetaria y los déficits fiscales han propiciado una ampliación de la pendiente en de nuevo las curvas de rendimiento. Esto genera una oportunidad para **gestionar activamente la duración**, aprovechar la forma de la curva y combinar *carry* y valor a largo plazo. **Las estrategias flexibles de renta fija** pueden añadir valor en distintos tramos, especialmente con el aumento de la oferta de duración.

Seguir la señal de la desregulación

El cierre de los frentes comerciales y fiscal puede devolver **la desregulación a la agenda**, con señales como la suavización de normas bancarias y más fusiones. **Una regulación más flexible beneficiaría al sector financiero**, especialmente a los bancos, favoreciendo los beneficios y el despliegue de capital.

Activar la asignación: adaptarse a un mundo en constante cambio

El **comercio global se está reconfigurando**, creando oportunidades en regiones con aranceles más bajos y cadenas de suministro más diversificadas. Esto impulsa la demanda de **infraestructura y logística**. **Los activos reales y los mercados privados pueden capturar mejor estas tendencias estructurales**.



Active sus carteras. En un mundo de narrativas cambiantes y pivotes políticos, la flexibilidad y la selectividad podrían determinar el éxito.



Anexo tablas

Rentabilidades principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2025

	Rentabilidades							Rentabilidad anualizada			
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años
Liquidez (USD) ⁽¹⁾	2,2%	0,4%	0,1%	1,7%	5,2%	5,4%	2,2%	4,9%	4,8%	2,9%	2,0%
Liquidez (EUR) ⁽²⁾	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	5,7%	-1,7%	7,3%	3,1%	2,9%	1,6%	0,6%
R. Fija Global (USD) ⁽³⁾	6,8%	9,2%	-4,7%	-16,2%	5,7%	-1,7%	7,3%	8,9%	2,7%	-1,2%	1,2%
R. Fija USD ⁽⁴⁾	8,7%	7,5%	-1,5%	-13,0%	5,5%	1,3%	4,0%	6,1%	2,5%	-0,7%	1,8%
R. Fija Gobiernos (USD) ⁽⁵⁾	5,2%	5,8%	-1,7%	-7,8%	4,3%	2,4%	4,0%	6,3%	2,8%	0,1%	1,6%
R. Fija Corporativos (USD) ⁽⁶⁾	14,5%	9,9%	-1,0%	-15,8%	8,5%	2,1%	4,2%	6,9%	4,3%	0,1%	3,0%
R. Fija High Yield (USD) ⁽⁷⁾	14,3%	7,1%	5,3%	-11,2%	13,4%	8,2%	4,6%	10,3%	9,9%	6,0%	5,4%
Renta Fija Euro ⁽⁸⁾	6,0%	4,0%	-2,9%	-17,2%	7,2%	2,6%	0,8%	4,8%	1,5%	-1,7%	0,5%
R. Fija Gobiernos (EUR) ⁽⁹⁾	6,8%	5,0%	-3,5%	-18,5%	7,1%	1,9%	0,5%	4,5%	0,6%	-2,3%	0,4%
R. Fija Corporativos (EUR) ⁽¹⁰⁾	6,2%	2,8%	-1,0%	-13,6%	8,2%	4,7%	1,8%	6,0%	4,2%	0,5%	1,4%
R. Fija High Yield (EUR) ⁽¹¹⁾	12,3%	1,8%	4,2%	-11,1%	12,8%	9,1%	2,3%	8,2%	9,3%	4,7%	3,7%
R. Fija Emergente Global (USD) ⁽¹²⁾	13,1%	6,5%	-1,7%	-15,3%	9,1%	6,6%	4,9%	9,4%	7,7%	1,7%	3,4%
R. Fija Emergente Latam (USD) ⁽¹³⁾	12,3%	4,5%	-2,5%	-13,2%	11,1%	10,5%	6,0%	13,2%	10,7%	4,0%	4,0%
MSCI World (USD)	27,7%	15,9%	21,8%	-18,1%	23,8%	18,7%	9,5%	16,3%	18,3%	14,6%	10,6%
S&P 500 (USD)	31,5%	18,4%	28,7%	-18,1%	26,3%	25,0%	6,2%	15,2%	19,7%	16,6%	13,6%
MSCI Europe (EUR)	23,8%	5,4%	16,3%	-15,1%	19,9%	1,8%	23,0%	18,4%	17,2%	12,4%	6,7%
MSCI Emerging Markets (USD)	18,4%	18,3%	-2,5%	-20,1%	9,8%	7,5%	15,3%	15,3%	9,7%	6,8%	4,8%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	19,2%	22,4%	-2,9%	-17,5%	7,4%	10,2%	14,1%	15,8%	9,7%	7,1%	5,7%
MSCI Latin America (USD)	17,5%	-13,8%	-8,1%	8,9%	32,7%	-26,4%	29,9%	13,4%	11,6%	11,1%	3,8%

⁽¹⁾ Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; ⁽²⁾ Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; ⁽³⁾ Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Unhedged; ⁽⁴⁾ Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁵⁾ Bloomberg Barclays US Intermediate Treasury TR Index Value Unhedged U; ⁽⁶⁾ Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁷⁾ Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Total Return Value Unhedged USD; ⁽⁸⁾ Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return Index Value Unhedged EUR; ⁽⁹⁾ Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR; ⁽¹⁰⁾ Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EU; ⁽¹¹⁾ Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate High Yield TR Index Value Unhedged; ⁽¹²⁾ Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Value Unhedged; ⁽¹³⁾ Bloomberg Barclays Emerging Markets Latam Total Return Value Unhedged USD.

Renta Variable

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2025

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2023	2024	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años
EE.UU. S&P 500	6.205		1.920		6.205	24,2%	23,3%	5,5%	13,6%	17,9%	14,9%	11,6%
DOW JONES INDUS.	44.095		16.285		44.911	13,7%	12,9%	3,6%	12,7%	12,7%	11,3%	9,5%
NASDAQ	20.370		4.558		20.370	43,4%	28,6%	5,5%	14,9%	22,7%	15,2%	15,1%
Europa Stoxx 50	541		320		557	12,7%	6,0%	6,6%	5,9%	10,0%	8,5%	3,4%
Zona Euro (EuroStoxx)	5.303		2.787		5.464	19,2%	8,3%	8,3%	8,4%	15,4%	10,4%	4,3%
España (IBEX 35)	13.992		6.452		14.152	22,8%	14,8%	20,7%	27,9%	20,0%	14,1%	2,5%
Francia(CAC 40)	7.666		4.237		8.206	16,5%	-2,2%	3,9%	2,5%	9,0%	9,2%	4,6%
Alemania (DAX)	23.910		9.495		23.997	20,3%	18,8%	20,1%	31,1%	23,2%	14,2%	7,9%
Reino Unido (FTSE 100)	8.761		5.577		8.810	3,8%	5,7%	7,2%	7,3%	6,9%	7,3%	2,9%
Italia (MIB)	39.792		16.198		40.087	28,0%	12,6%	16,4%	20,0%	23,2%	15,5%	5,7%
Portugal (PSI 20)	7.456		3.945		7.456	11,7%	-0,3%	16,9%	15,1%	7,2%	11,2%	2,8%
Suiza (SMI)	11.921		7.808		13.004	3,8%	4,2%	2,8%	-0,6%	3,5%	3,5%	3,0%
LatAm México (MEXBOL)	57.451		34.555		57.842	18,4%	-13,7%	16,0%	9,6%	6,5%	8,8%	2,5%
Brasil (IBOVESPA)	138.855		40.406		138.855	22,3%	-10,4%	15,4%	12,1%	12,1%	7,9%	10,2%
Argentina (MERVAL)	1.994.825		9.815		2.564.659	360,1%	172,5%	-21,3%	23,8%	182,5%	120,0%	67,2%
Chile (IPSA)	8.248		3.487		8.248	17,8%	8,3%	22,9%	28,6%	18,5%	15,8%	8,0%
Asia Japón (NIKKEI)	40.487		15.576		40.487	28,2%	19,2%	1,5%	2,3%	15,3%	12,7%	7,1%
Hong-Kong (HANG SENG)	24.072		14.687		32.887	-13,8%	17,7%	20,0%	35,9%	3,3%	-0,3%	-0,9%
Corea (KOSPI)	3.072		1.755		3.297	18,7%	-9,6%	28,0%	9,8%	9,6%	7,8%	3,9%
India (Sensex)	83.606		23.002		84.300	18,7%	8,2%	7,0%	5,8%	16,4%	19,1%	11,6%
China (CSI)	3.936		2.877		5.352	-11,4%	14,7%	0,0%	13,7%	-4,3%	-1,1%	-0,8%
Mundo MSCI WORLD	4.026		1.547		4.026	21,8%	17,0%	8,6%	14,7%	16,5%	12,8%	8,7%

Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2025

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				Ratios	
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2023	2024	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield
MSCI World	12,843		4,204		12,843	23.8%	18.7%	9.5%	16.3%	18.3%	14.6%	10.6%	19.88	1.80
Estilo MSCI World High Dividend Yield	2,955		1,352		2,955	9.1%	8.0%	9.3%	13.6%	10.3%	10.4%	7.3%	13.70	3.71
MSCI World Momentum	5,322		1,454		5,322	11.8%	30.2%	13.8%	17.4%	20.8%	13.9%	12.9%	21.77	1.14
MSCI World Quality	5,254		1,456		5,254	32.4%	18.4%	6.1%	6.6%	19.4%	14.4%	13.0%	25.50	1.27
MSCI World Minimum Volatility	5,612		2,510		5,612	7.4%	10.9%	10.4%	17.0%	10.6%	8.4%	8.0%	17.21	2.37
MSCI World Value	15,179		6,429		15,179	11.5%	11.5%	10.5%	15.9%	13.5%	13.5%	7.6%	14.52	2.96
MSCI World Small Cap	760		318		760	15.8%	8.2%	7.4%	14.5%	12.2%	11.0%	7.5%	17.60	2.14
MSCI World Growth	12,849		3,389		12,849	37.0%	25.9%	8.6%	16.6%	23.0%	15.1%	13.1%	29.76	0.74
Sector Energía	494		164		520	2,5%	-2,6%	4,6%	-0,8%	9,1%	19,1%	4,7%	11,33	3,77
Materiales	613		229		649	14,8%	5,8%	10,2%	4,4%	8,9%	9,9%	7,3%	18,10	2,67
Industriales	725		238		725	23,2%	-11,6%	17,6%	24,0%	22,1%	16,4%	10,7%	21,65	1,73
Consumo Discrecional	645		225		680	35,1%	-17,7%	-0,8%	15,6%	16,8%	11,5%	10,1%	20,03	1,27
Consumo Básico	516		273		526	2,3%	-5,4%	9,4%	11,8%	7,2%	7,5%	6,3%	18,91	2,88
Salud	519		246		598	3,8%	-1,1%	0,8%	-5,6%	3,7%	6,1%	6,3%	20,29	1,72
Financiero	396		125		396	16,2%	-21,1%	16,6%	34,2%	23,1%	20,0%	9,9%	13,30	2,83
Tecnología	1.043		152		1.043	53,3%	-24,7%	8,5%	15,2%	29,6%	20,2%	20,6%	31,49	0,66
Inmobiliario	2.130		1.283		2.450	10,1%	-2,1%	4,4%	9,9%	2,8%	5,3%	5,0%	28,62	4,00
Servicios de comunicación	285		106		285	45,6%	-25,3%	13,8%	24,8%	24,7%	14,9%	9,4%	19,49	1,02
Servicios Públicos	409		186		409	0,3%	-11,5%	16,0%	25,4%	10,1%	9,5%	8,2%	15,29	3,71

Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2025

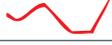
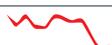
	Rating (S&P)	Tipo de interés			Variación 12 meses	Rango últimos 10 años			10 años		
		B. Central*	2 años	10 años		Mínimo	Rango	Máximo	YTD	A 1 año	Pendiente 10-2 años
Desarrollados											
EE.UU.	AA+	4,50%	3,72%	4,23%		0,53%		4,93%	-34	20	0,51
Alemania	AAA	2,00%	1,86%	2,61%		-0,70%		2,84%	24	30	0,75
Francia	AA-	2,00%	2,14%	3,29%		-0,40%		3,45%	9	27	1,14
Italia	BBB+	2,00%	2,07%	3,48%		0,54%		4,78%	-5	-17	1,41
España	A	2,00%	2,00%	3,24%		0,05%		3,93%	18	13	1,25
Reino Unido	AA	4,25%	3,82%	4,49%		0,10%		4,68%	-8	52	0,67
Grecia	BBB	2,00%	2,01%	3,30%		0,61%		12,03%	8	-2	1,28
Portugal	A	2,00%	1,87%	3,06%		0,03%		4,19%	21	13	1,18
Suiza	AAA	0,00%	-0,11%	0,41%		-1,05%		1,58%	14	-1	0,52
Polonia	A-	5,25%	4,57%	5,51%		1,15%		8,34%	-37	10	0,94
Japón	A+	0,50%	0,75%	1,43%		-0,27%		1,49%	33	38	0,68
Emergentes											
Brasil	BB	15,00%	13,85%	13,52%		6,49%		16,51%	-165	164	-0,34
México	BBB	8,00%	8,20%	9,31%		5,55%		10,44%	-113	-48	1,11
Chile	A	5,00%	4,76%	5,67%		2,19%		6,79%	-5	-39	0,91
Argentina	CCC	29,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	BB	9,25%	9,63%	12,26%		5,39%		13,79%	40	153	2,62
Turquía	BB-	46,00%	37,10%	28,85%		8,89%		32,35%	166	227	-8,25
Polonia	A-	5,25%	4,60%	5,52%		1,16%		8,37%	-37	10	0,92
China	A+	1,90%	1,36%	1,65%		1,62%		3,91%	-2	-50	0,29
India	BBB-	5,50%	5,77%	6,32%		5,84%		8,02%	-44	-61	0,55

* Tipo de intervención, salvo en los países de la zona Euro, donde se emplea la facilidad marginal de depósito.

Divisas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2025

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad anualizada				
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años
EUR/USD	1,1787		0,98		1,24	13,8%	10,0%	4,0%	1,0%	0,6%
EUR/GBP	0,86		0,70		0,92	-3,6%	1,3%	-0,1%	-1,1%	1,9%
EUR/CHF	0,93		0,93		1,20	0,6%	3,0%	2,3%	2,6%	1,2%
EUR/JPY	170		114		172	4,3%	1,5%	-5,7%	-6,5%	-2,2%
EUR/PLN	4,24		4,14		4,86	0,8%	1,6%	3,4%	0,9%	-0,1%
GBP/USD	1,37		1,12		1,56	9,7%	8,6%	4,1%	2,1%	-1,3%
USD/CHF	0,79		0,82		1,03	14,4%	13,3%	6,4%	3,6%	1,8%
USD/JPY	144		101		161	9,1%	11,7%	-2,0%	-5,6%	-1,6%
USD/MXN	18,75		16,11		24,17	11,1%	-2,3%	2,4%	4,2%	-1,7%
USD/ARS	1.203,63		9,19		1.201,35	-14,3%	-24,3%	-53,0%	-43,3%	-38,6%
USD/CLP	932		594		995	6,8%	0,9%	-0,5%	-2,5%	-3,7%
USD/BRL	5,43		3,11		6,18	13,7%	3,0%	-1,1%	0,1%	-5,3%
USD/COP	4.100		2.795		4.940	7,5%	1,3%	0,5%	-1,7%	-4,3%
USD/CNY	7,16		6,21		7,32	1,9%	1,4%	-2,2%	-0,3%	-1,4%
EUR/SEK	11,15		9,17		11,88	2,8%	1,9%	-1,3%	-1,2%	-1,8%
EUR/NOK	11,88		8,88		11,97	-0,8%	-3,7%	-4,6%	-1,9%	-3,0%

Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2022	2023	YTD	1 año	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	68,0		18		124	-4,6%	-4,5%	-8,3%	-21,6%	-17,4%	9,5%	1,1%
Petróleo (W. Texas)	65,1		19		115	-10,7%	0,1%	-9,2%	-20,1%	-14,9%	10,6%	1,3%
Oro	3.307,7		1.060		3.388	13,4%	27,5%	25,2%	41,4%	22,3%	12,9%	11,0%
Cobre	9.869,0		4.561		10.375	2,2%	2,4%	12,6%	2,8%	6,1%	10,4%	5,5%
Índice CRB	297,3		117		317	-5,0%	12,5%	0,2%	2,3%	0,7%	16,6%	2,9%
Gas Natural (USA)	3,5		2		5	-17,4%	4,1%	-2,9%	0,0%	-5,5%	8,4%	-1,8%
Gas Natural (Europa)	32,9		13		73	-57,6%	51,1%	-32,7%	-4,6%	-38,9%	39,8%	4,8%

"Tabla periódica" de rentabilidades de activos

Rentabilidad anual de los principales activos

Activo	Índice de referencia	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 YTD
RV EE.UU.	S&P 500 TR	14,8% HY Global	37,3% RV Emergentes	2,6% Gobierno Zona Euro	31,5% RV EE.UU.	18,4% RV EE.UU.	38,5% Materias Primas	22,0% Materias Primas	28,3% RV Japón	25,0% RV EE.UU.	23,5% RV España
RV Japón	Topix TR	12,0% RV EE.UU.	22,4% RV Mundial	-0,4% Liquidez EUR	28,2% RV Europa	18,3% RV Emergentes	28,7% RV EE.UU.	0,1% Liquidez EUR	28,0% RV España	20,5% RV Japón	15,30% RV Emergentes
RV España	Ibex35 TR	11,2% RV Emergentes	22,2% RV Japón	-1,2% IG Europa	27,7% RV Mundial	15,9% RV Mundial	23,2% RV Europa	-2,0% RV España	26,3% RV EE.UU.	20,0% RV España	10,4% RV Europa
RV Emergentes	MSCI EM TR	9,7% Materias Primas	21,8% RV EE.UU.	-3,3% HY Global	19,6% Global 60:40	14,1% Global 60:40	21,8% RV Mundial	-2,5% RV Japón	23,8% RV Mundial	18,7% RV Mundial	9,5% RV Mundial
RV Europa	Eurostoxx50 TR	7,5% RV Mundial	16,6% Global 60:40	-4,4% RV EE.UU.	18,4% RV Emergentes	8,0% HY Global	12,7% RV Japón	-9,5% RV Europa	22,2% RV Europa	18,4% Materias Primas	8,8% Global 60:40
Materias Primas	Commodity RB TR	5,9% Global 60:40	11,3% RV España	-5,3% Global 60:40	18,1% RV Japón	7,4% RV Japón	10,8% Global 60:40	-13,2% HY Global	16,7% Global 60:40	11,0% RV Europa	6,8% HY Global
RV Mundial	MSCI World TR	4,8% IG Europa	10,2% HY Global	-8,7% RV Mundial	16,6% RV España	3,0% Gobierno Zona Euro	10,8% RV España	-14% IG Europa	13,4% HY Global	10,5% Global 60:40	6,2% RV EE.UU.
IG Europa	ERLO TR	4,0% Gobierno Zona Euro	9,2% RV Europa	-10,7% Materias Primas	13,7% HY Global	2,7% IG Europa	1,4% HY Global	-17,0% Global 60:40	9,8% RV Emergentes	7,5% RV Emergentes	3,8% RV Japón
Liquidez EUR	Eonia TR	3,7% RV Europa	2,5% IG Europa	-11,5% RV España	11,8% Materias Primas	-0,5% Liquidez EUR	-0,5% Liquidez EUR	-17,8% Gobierno Zona Euro	8,0% IG Europa	7,5% HY Global	2,3% Materias Primas
HY Global	HW00 TR	2,6% RV España	1,7% Materias Primas	-12,0% RV Europa	6,3% IG Europa	-3,2% RV Europa	-1,1% IG Europa	-18,1% RV EE.UU.	5,6% Gobierno Zona Euro	4,6% IG Europa	1,5% IG Europa
Caertera 60RV:40RF Global	BMADM64	0,3% RV Japón	-0,4% Liquidez EUR	-14,6% RV Emergentes	3,0% Gobierno Zona Euro	-9,3% Materias Primas	-2,50% RV Emergentes	-18,1% RV Mundial	3,4% Liquidez EUR	3,9% Liquidez EUR	1,3% Liquidez EUR
Gobierno Zona Euro	LETGTREU Index	-0,3% Liquidez EUR	-1,4% Gobierno Zona Euro	-16,0% RV Japón	-0,4% Liquidez EUR	-12,7% RV España	-2,7% Gobierno Zona Euro	-20,1% RV Emergentes	0,0% Materias Primas	0,6% Gobierno Zona Euro	-0,7% Gobierno Zona Euro

*Datos a 30 de junio de 2025.

Índices de rentabilidad total, incorporan cambios en los precios de las acciones, pagos de dividendos y otros tipos de remuneración a los accionistas. El índice refleja así el efecto que estos pagos tienen en una cartera que sigue el índice.

Fuente: Bloomberg.

Equipo Global

- | | | |
|--|--|---|
| <p> Kamran Butt
Global CIO at Santander Private Banking</p> <p> Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA
Global Head of Research at Santander Private Banking</p> <p> Cristina González Iregui
Global Investment Strategy at Santander Private Banking</p> <p> Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA
CIO at Santander Private Banking International</p> <p> Michelle Chan
Macro Strategist at Santander Private Banking International</p> <p> María del Pilar Pulecio Pinzón
Strategist at Santander Private Banking International</p> <p> Miriam Thaler
CIO Head of Products & Investments at Banco Santander International SA</p> | <p> Alfonso García Yubero, CIIA, CESGA®, CEFA
ED Director de Análisis y Estrategia Santander Private Banking España</p> <p> Felipe Arrizubieta
VP Análisis y Estrategia Santander Private Banking España</p> <p> Kevin Esteban Iglesias
Research & Business Intelligence Analyst Santander Private Banking España</p> <p> Bruno Almeida
Oferta de Poupança e Investimento at Banco Santander Portugal</p> <p> Piotr Tukendorf, CFA
Portfolio Manager at Santander Bank Polska S.A.</p> | <p> Gustavo Schwartzmann
MD of Discretionary Portfolio Management at Santander Private Banking Brazil</p> <p> Christiano Clemente
CIO at Santander Private Banking Brazil</p> <p> Priscila Deliberalli
Head of Economics at Santander Private Banking Brazil</p> <p> Fernando Buendía
Head of Products & Investments UHNW at Banco Santander México</p> <p> Joaquin Beristain Cisternas
Santander Private Banking Chile</p> <p> Antonio Uriel
Santander Private Banking Argentina</p> |
|--|--|---|

Aviso legal importante:

El presente informe ha sido preparado por la División Global de Wealth Management SANTANDER ("WM", junto con Banco Santander, S.A. y sus filiales serán denominadas en adelante, "Santander"). Contiene información recopilada de varias fuentes, así como pronósticos económicos. La información contenida en el presente informe puede haber sido recopilada de terceros. Todas estas fuentes se consideran fiables, si bien la exactitud, integridad o actualización de esta información no está garantizada, ni de forma expresa ni implícita, y está sujeta a cambios sin previo aviso. Las opiniones incluidas en este informe no deben considerarse irrefutables y pueden diferir, o ser de cualquier forma inconsistentes o contradictorias con las opiniones expresadas, bien sea de forma oral o escrita, o con las recomendaciones o decisiones de inversión adoptadas por otras unidades de Santander.

El presente informe no ha sido preparado y no debe ser considerado en función de ningún objetivo de inversión. Ha sido realizado con fines exclusivamente informativos. Este informe no constituye una recomendación, oferta o solicitud de compra o venta de activos, servicios, contratos bancarios o de otro tipo, o cualesquiera otros productos de inversión (conjuntamente llamados "Activos Financieros"), y no debe ser considerado como base única para evaluar o valorar los Activos Financieros. Asimismo, la simple puesta a disposición del mismo a un cliente o cualquier tercero, no implica la prestación de un servicio de asesoramiento en materia de inversión u oferta del mismo.

Santander no garantiza los pronósticos u opiniones expresados en este informe sobre los mercados o los Activos Financieros, incluyendo en relación a su rendimiento actual y futuro. Cualquier referencia a resultados pasados o presentes no deberá interpretarse como una indicación de los resultados futuros de los mencionados mercados o Activos Financieros. Los Activos Financieros descritos en este informe pueden no ser aptos para su distribución o venta en determinadas jurisdicciones o para ciertas categorías o tipos de inversores.

Salvo en los casos en los que así se indique de forma expresa en los documentos legales de un determinado Activos Financieros,

éstos no son, y no serán, asegurados ni garantizados por ninguna entidad gubernamental, incluyendo el *Federal Deposit Insurance Corporation*. No representan una obligación de Santander ni están garantizados por dicha entidad y pueden estar sujetos a riesgos de inversión. Entre los riesgos cabe mencionar, a título enunciativo y no limitativo, riesgos de mercado y de tipos de cambio, de crédito, de emisor y contrapartida, de liquidez y de posibles pérdidas en la inversión principal. Se recomienda a los inversores consultar con sus asesores financieros, legales y fiscales, así como con cualquier otro asesor que consideren necesario a efectos de determinar si los Activos Financieros son apropiados en base a sus circunstancias personales y situación financiera. Santander y sus respectivos consejeros, representantes, abogados, empleados o agentes no asumen ningún tipo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño relacionado o que pueda surgir del uso de todo o de parte de este informe.

Los costes derivados de la compra, tenencia o venta de los Activos Financieros pueden reducir su rentabilidad y no se reflejan en este informe.

En cualquier momento, Santander (o sus empleados) pueden tener posiciones alineadas o contrarias a lo establecido en este informe para los Activos Financieros, comprar o vender Activos Financieros como principal o agentes, o prestar servicios de asesoramiento o de otro tipo al emisor de un Activos Financieros o a una sociedad vinculada con el emisor de los mismos.

Este informe no puede ser reproducido entera o parcialmente, distribuido, publicado o entregado, bajo ninguna circunstancia, a ninguna persona, ni se debe emitir información u opiniones sobre este informe sin que sea previamente autorizado por escrito, caso por caso, por WM.

Cualquier material de terceros (incluidos logotipos y marcas comerciales) ya sea literario (artículos / estudios / informes / etc. o extractos de los mismos) o artístico (fotos / gráficos / dibujos / etc.) incluido en este informe / publicación está registrado a nombre de sus respectivos propietarios y sólo se reproducen de acuerdo con prácticas leales en materia industrial o comercial.



www.santanderprivatebanking.com

