

Análisis de Mercados

Julio 2025

Ricardo Gil
Deputy CIO



Tres shocks clave: **aumento de aranceles, tensiones geopolíticas y nuevos estímulos fiscales.** A pesar de estos desafíos, las economías y los mercados se han mostrado especialmente resilientes. Se espera una aceleración del crecimiento global a partir del otoño de 2025, impulsada por políticas fiscales expansivas, precios bajos del petróleo y una mejora en el crédito privado, especialmente en EE. UU. y la Eurozona.

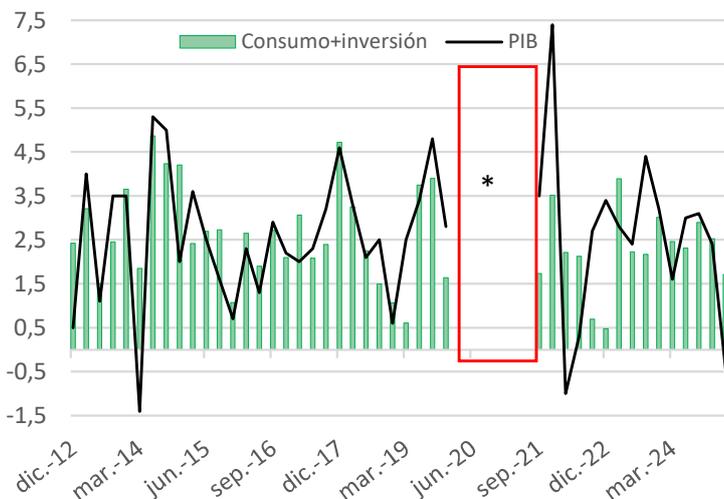
La mejor estrategia de inversión ha sido aprovechar las correcciones del mercado para comprar. Creemos que esta dinámica se mantendrá en los próximos meses, con una preferencia por la renta variable emergente y el crédito corporativo a corto plazo. Mantenemos cautela en los bonos soberanos de larga duración debido al aumento de emisiones y a las presiones inflacionarias.

A nivel global, **las políticas económicas están orientadas a reestructurar las economías, reducir la dependencia externa y fomentar la producción local como vía para mejorar el crecimiento.** Aunque existen riesgos de estanflación, el escenario más probable es de crecimiento al alza, lo que favorecería la apreciación de los activos de riesgo

Durante los últimos tres meses, los mercados han absorbido tres shocks que marcarán el escenario macroeconómico global en los próximos trimestres: el aumento de aranceles, las tensiones geopolíticas y el anuncio de nuevos estímulos fiscales. La principal incógnita es si las medidas de los gobiernos, enfocadas en estimular la demanda interna (consumo e inversión) y respaldadas por precios más bajos del petróleo, serán suficientes para contrarrestar el deterioro del comercio internacional y la incertidumbre geopolítica. **Esperamos que los efectos más negativos se hagan visibles en el tercer trimestre, tras lo cual anticipamos una aceleración del crecimiento desde el otoño de 2025 hasta, al menos, la primera mitad de 2026.**



Crecimiento EE.UU. trimestral anualizado consumo+inversión vs PIB



* Periodo pandemia intencionadamente dejado en blanco

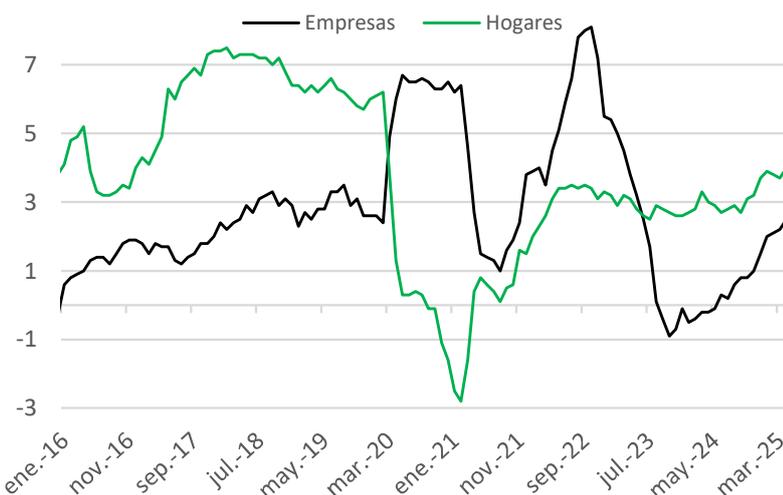
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Desde abril, los anuncios de endeudamiento público para estimular el crecimiento buscan fomentar la inversión y aislar a las economías nacionales del contexto global.

El tercer trimestre-tradicionalmente el más débil en términos estacionales-podría representar un punto de inflexión, impulsado por una recuperación en el sector manufacturero y el crédito.



Crecimiento de crédito



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

El crédito privado continúa expandiéndose y se mantiene como uno de los pilares del crecimiento.

En EE. UU., la relajación de los límites de solvencia para los bancos, y en la Eurozona, las reducciones de tipos de interés han dejado los tipos reales prácticamente en cero, **apoyando así una recuperación que compense la debilidad del consumo.**

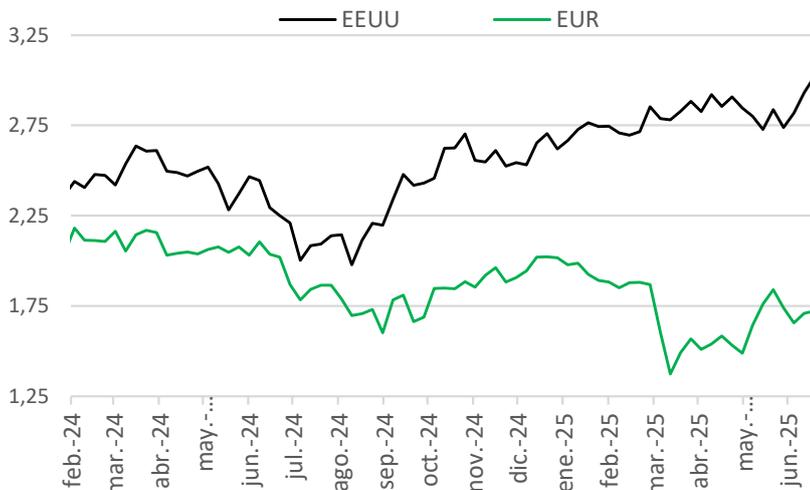
La mejor estrategia de este año ha sido aprovechar las correcciones del mercado para realizar compras. Estas correcciones han sido rápidas y de corta duración, motivadas por impactos que, finalmente, no resultaron tan distorsionadores como se temía inicialmente.

Lo ocurrido durante el último trimestre es un ejemplo de lo que anticipamos para los próximos meses: un entorno caracterizado por políticas fiscales expansivas, mayor crédito privado y un crecimiento nominal en aumento. Todo ello, en un contexto de incertidumbre derivada de políticas económicas deliberadamente erráticas por parte de Estados Unidos.

Aunque las **vulnerabilidades de la economía global son evidentes, los mercados están descontando que no se materializarán escenarios extremos**, como una escalada arancelaria o conflictos armados entre EE.UU. y otros países. Las medidas fiscales adoptadas en EE.UU., Corea, Japón y China muestran que, frente al riesgo de una drástica reducción del gasto para mantener controlados los niveles de deuda, también es posible recurrir a políticas expansivas para estimular la economía. Estas medidas pueden lograr una mejora en el déficit por cuenta corriente y en los niveles de deuda sin necesidad de ajustes severos. Este es el escenario que contemplamos, al menos hasta que los datos reflejen lo contrario.

En los próximos meses, los principales riesgos estarán en los indicadores macroeconómicos: la evolución del empleo, la demanda interna y **las necesidades de liquidez, especialmente en Asia**. El verano pasado, las subidas de tipos en Japón y la debilidad en los datos de actividad en EE.UU. provocaron ventas forzadas, que fueron contrarrestadas con inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales. Este año, además, será clave observar **el incremento de emisiones de deuda en EE.UU.** Tras haberse resuelto el problema del techo de deuda, el primer paso será restablecer los fondos del Tesoro, lo cual absorberá liquidez del sistema. Este aumento en las emisiones ha generado, en los últimos años, ventas en activos de riesgo.

Swaps inflación a dos años



El temido repunte inflacionario en EE. UU. por el alza de precios de bienes no ha sido uniforme, debido a factores como inventarios y demanda. En algunos sectores, las propias empresas han absorbido los costes. En contraste, en regiones como China y la Eurozona, el exceso de capacidad está provocando presiones desinflacionarias.

En los países exportadores, los aranceles se perciben como una pérdida de demanda, lo que reduce las expectativas de inflación. En EE. UU., en cambio, actúan restringiendo la oferta.

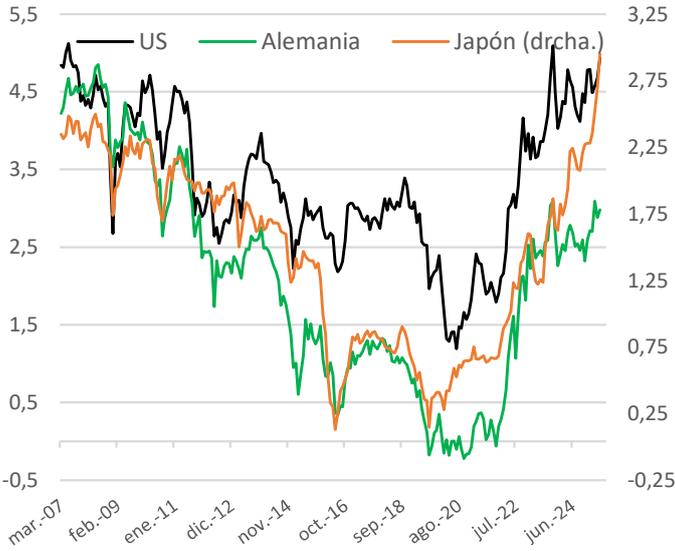
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Durante los próximos meses, podríamos ver ajustes puntuales en los precios de activos de riesgo, provocados por el aumento de emisiones de bonos del Tesoro estadounidense. Esta estrategia busca alcanzar los niveles de liquidez objetivo. Otros riesgos a considerar incluyen posibles cambios políticos en Japón, que podrían acelerar la repatriación de capitales, y un deterioro en la actividad económica de la Eurozona. Aprovecharíamos cualquier corrección para aumentar exposición al riesgo de cara al cierre del año, siempre que los bonos a largo plazo no superen los máximos anuales. La incertidumbre sobre el impacto de los aranceles en la inflación y el crecimiento persistirá, pero mientras no se materialicen escenarios extremos, los efectos sobre los beneficios empresariales y la creación de empleo seguirán siendo manejables.

Aumentaríamos el peso en renta variable a través de mercados emergentes. La depreciación del dólar, la solidez de la actividad económica y las reducciones de tipos explican el buen comportamiento desde abril. Si el entorno global mejora, los diferenciales de riesgo seguirán disminuyendo respecto a los mercados desarrollados. **En la Eurozona, mantenemos una posición neutral.** No prevemos mejoras significativas a corto plazo. Aunque seguimos positivos en el sector financiero, la revalorización acumulada podría limitar nuevas subidas hasta que los mayores volúmenes de crédito se traduzcan en mejoras de márgenes



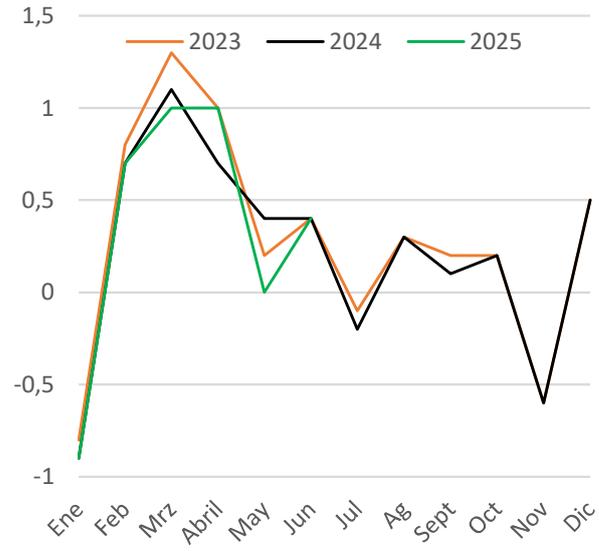
Bonos 30 años



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.



Inflación Subyacente EUR m/m



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

En renta fija, seguimos cautos con la duración y los bonos soberanos. El aumento de emisiones en EE. UU. y las subidas de precios en sectores poco sensibles al ciclo (como sanidad o servicios financieros) ejercerán presión sobre los bonos a largo plazo. **Las mejores oportunidades siguen estando en bonos corporativos**, con vencimientos de 3 a 4 años. Aunque los diferenciales están ajustados, esos plazos permiten absorber eventuales repuntes hacia medias históricas.

Como conclusión gran parte del buen comportamiento del último trimestre se explica por la ausencia de un evento catastrófico. Las medidas aplicadas deberían compensar los efectos negativos. Aunque en el tercer trimestre la debilidad de la demanda interna se hará más evidente, **superados los riesgos asociados a las emisiones de deuda, el entorno será muy favorable para los activos de riesgo, con políticas monetarias y fiscales activas al menos hasta mediados del próximo año.**

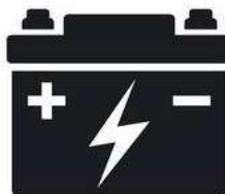


Posicionamiento de las carteras

Tipo de activo	Trimestre anterior	Cambio	Actual
Renta Fija	+	=	+
Gobiernos	+	=	+
Investment Grade	+	=	+
Crédito Emergentes	=	=	=
High Yield	=	=	=
Renta Variable	=	=	+
Europa	=	=	=
Estados Unidos	+	=	+
Emergentes	=	+	+
Divisas			
Dólar	=	-	-
Euro	-	+	+
Materias Primas	Neutral	+	Positivo

RENTA FIJA	<ul style="list-style-type: none"> • Positivo (+). Aunque los spreads están ajustados, la menor duración en bonos de mayor riesgo (mayores cupones, menores plazos) compensa los riesgos inflacionarios. La inclinación de las curvas refleja esas expectativas. • Gobiernos: (+) Positivo. Las mayores emisiones necesarias para financiar planes fiscales afectan principalmente a los tramos medio y largo de la curva. • Corporativos: (+) Positivo. La combinación de liquidez, estímulos fiscales y expansión del crédito sigue respaldando el riesgo corporativo. Visibilidad alta, cupones atractivos y vencimientos menores a 4 años. • Crédito países emergentes: (=) Neutral. Los diferenciales frente a desarrollados han dejado de ser tan atractivos. Preferimos renta variable emergente frente a deuda emergente. Las rebajas de tipos han beneficiado más a los bonos soberanos que a los corporativos.
RENTA VARIABLE	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral (+). A pesar de los shocks, las expectativas de beneficios se mantienen. El giro hacia políticas que fomentan la producción local, aun con menor consumo, respalda las valoraciones. • Europa: = Neutral. Las previsiones de resultados siguen siendo revisadas a la baja. No se espera impacto de los planes fiscales hasta el cuarto trimestre. • Estados Unidos: (+) Positivo. Los estímulos fiscales del último presupuesto siguen apoyando el crecimiento del beneficio empresarial y del PIB nominal (superior al 4%). • Países Emergentes: (+) Positivo. La caída del dólar ha permitido reducciones de tipos y compensa el impacto negativo de los aranceles. Son los principales beneficiarios de un dólar débil.
MAT.PRIMAS	<ul style="list-style-type: none"> • Positivo. Las medidas de impulso en la Eurozona, Corea del Sur, China y Japón están orientadas a sostener la producción y el consumo. Se espera que el aumento de la inversión empresarial en la segunda mitad del año impulse los precios de materias primas.
DIVISAS	<ul style="list-style-type: none"> • Dólar: - Negativo. Las fluctuaciones tras el anuncio de tarifas en abril se explican por coberturas. Esperamos un debilitamiento adicional si mejora el crecimiento en el resto del mundo frente a EE. UU..

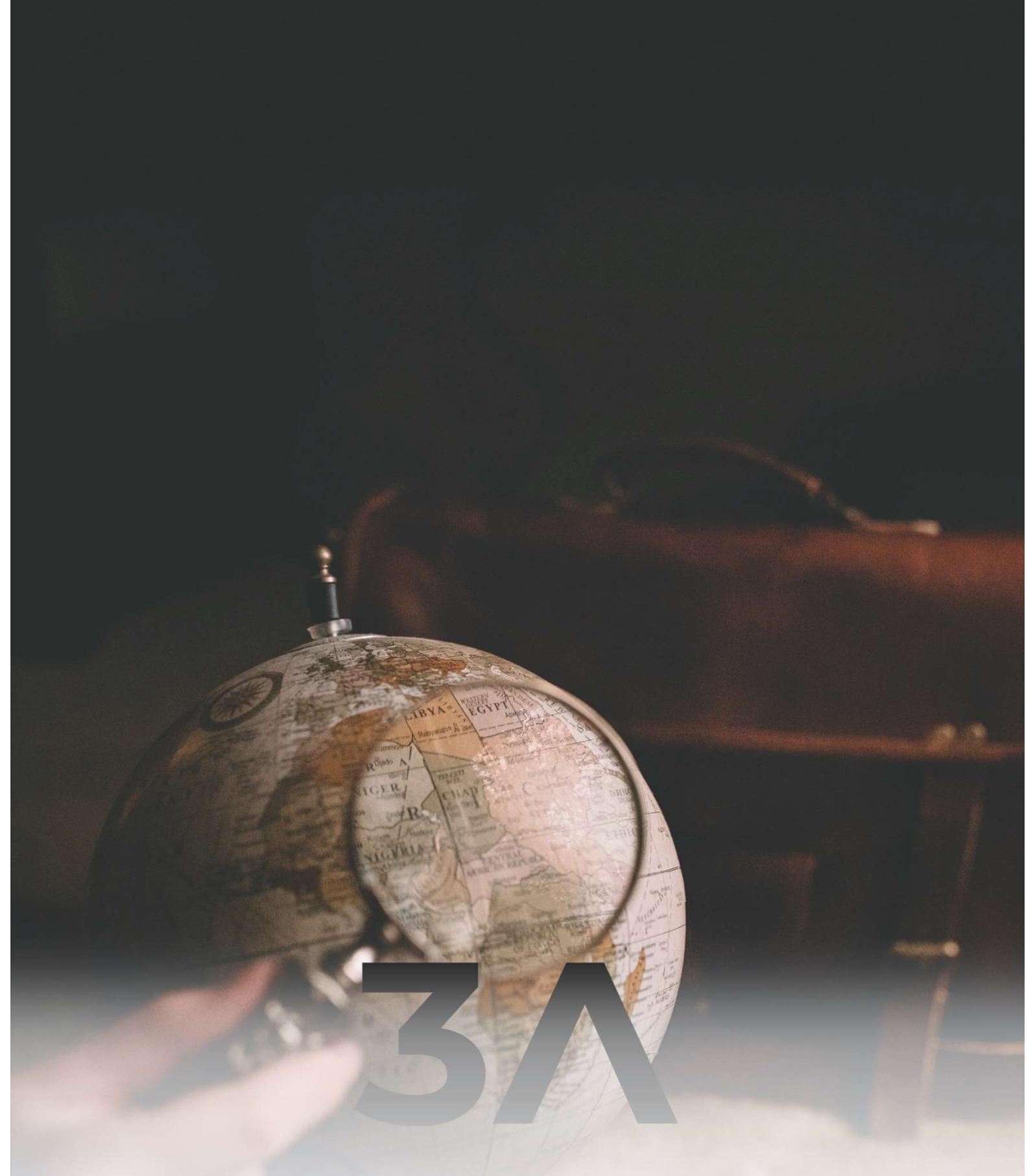
- Bancos
- Crédito plazos cortos
- Industriales



- Bonos plazo largo
- Consumo cíclico

Para concluir:

- Las **acciones caóticas de Trump no deben ocultar el objetivo de fondo de la nueva administración en EE. UU.:** reestructurar la economía estadounidense para reducir su dependencia del exterior (**disminuir el déficit público y por cuenta corriente**), al tiempo que mantiene su hegemonía en el ámbito geopolítico (**conteniendo a China**). **Algunos sectores y subsectores han sido identificados como estratégicos en este proceso**, como la inteligencia artificial y la seguridad en el suministro de materias primas críticas. El objetivo es también preservar el liderazgo de EE. UU. como el mayor y más líquido mercado financiero del mundo, siempre que la evolución del dólar lo permita
- **La probabilidad de escenarios extremos como una guerra comercial o militar ha disminuido. No obstante, seguiremos entre el temor a la estanflación (inflación alta con crecimiento bajo o negativo, como en Reino Unido) y un crecimiento que sorprenda al alza gracias a la eficacia de las políticas actuales. Esta última opción es la que consideramos más probable, y favorecería una apreciación relevante de los activos de riesgo.**



3A

Esta presentación no supone una oferta de venta ni una recomendación de inversión o de adquisición de servicios de inversión, ni debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión. Trea no se hace responsable de las conclusiones que un potencial inversor pueda hacerse respecto de la información aquí contenida, que no debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión. Recomendamos que los potenciales inversores consulten a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia.

Esta presentación está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información ha sido obtenida de terceros y aunque entendemos es fiable, no puede ser garantizada.

TREA ASSET MANAGEMENT SGIC, S.A., - Calle Ortega y Gasset 20, 5ª planta, 28006 Madrid, España- CIF. A79058384, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 41039, Folio 156, Hoja M-38440 y en el registro de la CNMV con nº 113.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Trea Asset Management SGIC: <https://tream.com/>