



# Informe Trimestral Macroeconómico

Julio 2025

# Comentario Trimestral Macroeconómico

Julio 2025 — Federico Battaner, Director de Inversiones

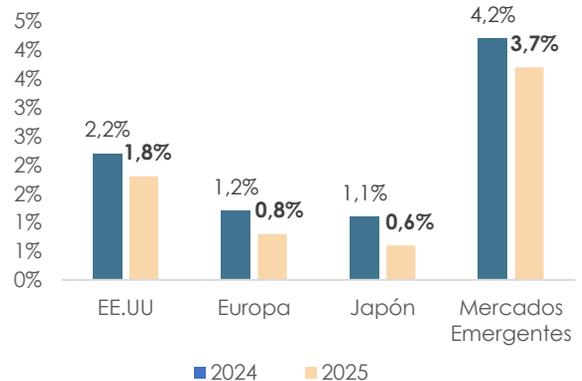
- En el actual contexto macroeconómico, de tensiones comerciales y ralentización del crecimiento, el BCE ya ha realizado un ciclo de recortes de tipos de interés y se espera que la Reserva Federal lleve a cabo una bajada de tipos de interés a lo largo de este verano o a más tardar en septiembre.
- En la parte de renta fija, consideramos que hay oportunidades en medio de riesgos crecientes. Creemos que la curva americana de deuda estará sometida a presión mientras que en Europa los incrementos en déficits fiscales tienen riesgo de presión al alza en las curvas en los tramos de medio y largo plazo. Los diferenciales entre crédito y gobiernos se encuentran en mínimos y creemos que el crédito no generará un retorno extra en el segundo semestre.
- En renta variable, los mercados se enfrentarán a una elevada volatilidad derivada de un entorno geopolítico complejo durante el segundo semestre. Aunque el entusiasmo inicial del año, impulsado por las tecnológicas estadounidenses, ha dado paso a una fase más desafiante, las oportunidades se están extendiendo a otros sectores y geografías. La clave estará en identificar valor a largo plazo allí donde el mercado ha penalizado injustificadamente.

## Situación de Mercado

La palabra clave de este primer semestre ha sido "incertidumbre". En el ecuador del año 2025, el panorama económico global está marcado por una constante, la incertidumbre. No es un término nuevo en economía, pero en este momento, su peso es especialmente determinante. La economía estadounidense, motor del crecimiento global durante décadas, ha mostrado señales de enfriamiento tras la caída del PIB en el primer trimestre, un fenómeno que no se registraba desde el año 2022. Las causas no son estrictamente cíclicas, sino principalmente políticas, la creciente tensión comercial impulsada por nuevos aranceles, sumada a una postura geopolítica más volátil, ha generado una parálisis en la toma de decisiones empresariales.

La reacción ha sido clara y rápida, reducción en el volumen de mercancías en puertos clave, aplazamiento en gastos de capital, menor ritmo de contratación y, en algunos casos, suspensión de guías corporativas. La economía global, dependiente en gran parte del pulso estadounidense, también ha tenido que revisar a la baja sus expectativas de crecimiento. El Fondo Monetario Internacional redujo sus previsiones para 2025, Estados Unidos pasó del 2,2% al 1,8%, Europa del 1,2% al 0,8% y Japón del 1,1% al 0,6%. Incluso los mercados emergentes, tradicionalmente más dinámicos, vieron su estimación corregida del 4,2% al 3,7%.

**Gráfico 1: Proyecciones de crecimiento para 2025**



Fuente: FMI. Datos a 31/04/2025.

Esta caída generalizada en las proyecciones refleja un nuevo factor a considerar en los modelos de crecimiento, la incertidumbre como variable independiente. Los márgenes para la previsión tradicional se han estrechado. La economía se ha convertido en rehén de los vaivenes políticos. En este entorno, hasta decisiones racionales —como cancelar un arancel— pueden tener efectos contrarios si son comunicadas de forma errática o con falta de claridad.

Asistimos a una elevada volatilidad en los mercados y a una reconfiguración geopolítica. Esta incertidumbre no sólo se manifiesta en los indicadores económicos, sino también en los mercados financieros. Durante la primera mitad

del año, la volatilidad ha vuelto a los activos de riesgo, especialmente tras las oleadas arancelarias anunciadas por EE. UU. contra Canadá, México y China. El modelo es ya conocido, fuerte corrección tras el anuncio de medidas proteccionistas, seguida de un rebote parcial ante promesas de diálogo o desescalada.

El índice S&P 500, tras perder terreno a principios de año, había recuperado casi toda la caída hacia finales de mayo, gracias al optimismo generado por avances en las negociaciones comerciales. Sin embargo, la sensación en general es que caminamos sobre una capa muy fina de hielo. El “Día de la Liberación” arancelaria proclamado por el presidente Trump trajo cierta calma, el entorno se sigue mostrando muy frágil. La clave será si esta tendencia de distensión continúa en la segunda mitad del año.

Más allá del ruido de mercado, hay una narrativa más estructural, estamos presenciando una nueva reconfiguración del orden mundial. Se han definido cuatro escenarios plausibles de reajuste global. Estos van desde un mundo orientado a acuerdos multilaterales hasta otro basado en nacionalismos económicos y disgregación geopolítica. Cada uno con implicaciones distintas para sectores específicos, por ejemplo, el sector aeroespacial y de defensa saldría favorecido en el actual contexto de tensiones, mientras que sectores cíclicos y sectores de comercio internacional sufrirían si el mundo se fragmenta.

La política fiscal va a ser el otro driver principal de los mercados en lo que queda de año. En EE. UU. la One Big Beautiful Bill, OBBB por sus siglas en inglés, ha sido aprobada a principios de julio, lo que supone una reforma en el sistema fiscal que puede provocar un incremento del déficit primario en el futuro. En concreto, se estima una necesidad de financiación de 3.25T de dólares hasta 2034. En Europa, el incremento del gasto en defensa aprobado de hasta el 5% del PIB también presiona los déficits primarios de los miembros de la Eurozona.

Aunque estos escenarios no pretenden ser predicciones, ofrecen una brújula para interpretar el futuro. Y lo cierto es que el sistema internacional, tal como fue diseñado tras la Segunda Guerra Mundial, está siendo cuestionado. La reconstrucción de ese orden — si se da— tomará años.

## **Política monetaria, inflación y el camino a evitar la recesión**

En este entorno de tensiones comerciales y de ralentización del crecimiento, los bancos centrales vuelven al centro del escenario. El Banco Central Europeo ya ha realizado un ciclo de recortes de tipos de interés, y se espera que la Reserva Federal haga lo propio, posiblemente con su primera bajada en este verano o a más tardar en septiembre. Sin embargo, la decisión no es sencilla, la inflación americana se mantiene persistente y podría empeorar tras la aplicación de los aranceles, que provocarían un aumento de precio en las importaciones, especialmente en bienes. Esto genera un dilema a la Fed, o bien recortar tipos de interés para apoyar el crecimiento o bien mantenerlos para contener la inflación.

Hoy día, el mercado de renta fija descuenta que la Reserva Federal americana llevará los tipos de interés hacia el 3,75% a finales de año, frente al 4,25% actual. Todo esto indica que habrá una desaceleración ordenada, no una recesión abrupta. Por otro lado, asistimos a un mercado laboral que sigue mostrando resistencia, lo que le da margen a la Fed para evitar movimientos agresivos.

Pensamos que se puede evitar la recesión, pero todo dependerá en gran medida de factores exógenos. La clave está en contener la guerra comercial. Cualquier avance en este frente puede reactivar la confianza empresarial y la del consumidor. De hecho, el repunte del S&P 500 en mayo sugiere que los inversores todavía creen en una salida constructiva. Pero mientras no se anuncie el fin formal de las tensiones, el riesgo seguirá latente.

Desde nuestra perspectiva inversora, la conclusión es clara, la volatilidad será una constante en este ejercicio. No es momento de tomar o coger la delantera al mercado, sino de fortalecer carteras diversificadas, revisar la tolerancia al riesgo y mantener una perspectiva de largo plazo. Los mercados han demostrado resiliencia en ciclos anteriores —pandemias, guerras, crisis energéticas— y esta vez no debería ser distinto, aunque el camino sea más incierto.

## Renta Fija

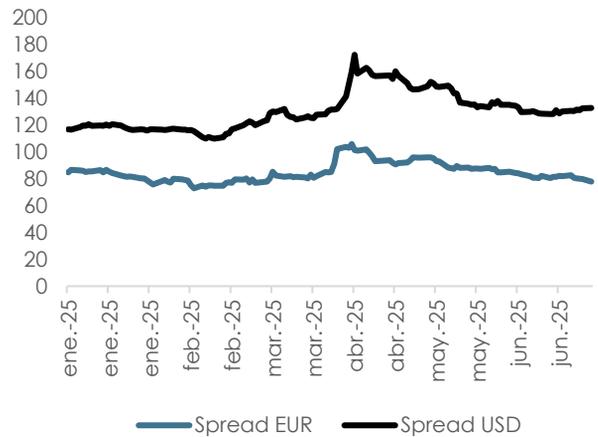
En Renta Fija, consideramos que hay oportunidades en medio de riesgos crecientes. En un entorno de crecimiento económico moderado en EE. UU., inflación y creciente incertidumbre política, la renta fija emerge como una fuente potencial de rentabilidad. EE. UU. tiene el mayor porcentaje de necesidad de financiación entre el G7 y además con la media de vencimiento más corta del mismo. Unida esta situación a los factores comentados anteriormente, inflación, incremento de las necesidades de financiación por la 'OBBB', creemos que la curva americana de deuda estará sometida a presión. En Europa, pensamos que los incrementos en déficits fiscales tienen riesgo de presión al alza en las curvas, especialmente en el medio y largo plazo, máxime si este gasto público no llega a traducirse en incrementos del PIB en los países de la zona euro.

Por el lado de la política monetaria y la curva de tipos, el mercado ha revisado sus expectativas sobre los tipos de la Fed, proyectando ahora un cierre de 2025 en torno al 3,9%. La curva se ha positivado por el aumento de los tipos largos, liderado por los Treasuries a 10 años (4,40%). Este entorno favorece estrategias de duración activa y rotación hacia activos con menor sensibilidad a tipos.

Nuestra estrategia de crédito favorece una mayor inversión hacia la calidad crediticia ante primas de riesgo insuficientes en algunos segmentos. La recomendación es reducir exposición a crédito con baja remuneración por riesgo y enfocarse en emisores sólidos y bien posicionados frente a eventuales shocks.

Respecto a la deuda corporativa, primamos el grado de inversión fundamentado en sólidos resultados empresariales y mejora del perfil crediticio. Rentabilidades actuales entre 3%-4% en distintos sectores justifican su inclusión estratégica, con especial atención a sectores no cíclicos (farmacéutico, telecomunicaciones, defensa). Los diferenciales entre crédito y gobiernos se encuentran en mínimos y creemos que no generarán un retorno extra en el segundo semestre. Sin embargo, la salud del mercado de crédito en general nos hace estar positivos en el mismo, la calidad de crédito se ha mantenido a pesar de situaciones tensas como los aranceles, especialmente en deuda con carry positivo y de empresas con clara capacidad de pago.

**Gráfico 2: Evolución de los Diferenciales de crédito**



Fuente: Bloomberg. Datos a 30/06/2025.

Los mercados emergentes se benefician de fundamentos sólidos, reducción de inflación y espacio para recortes de tipos. La baja exposición extranjera y mayor base local de inversores reducen la vulnerabilidad a salidas de capital. Se identifican oportunidades selectivas en deuda local y hard currency.

En un escenario de volatilidad recurrente y riesgos geopolíticos crecientes, la renta fija vuelve a desempeñar un rol clave como estabilizador de carteras. Las oportunidades están en la calidad, la diversificación global y en la gestión activa para capitalizar una mayor dispersión entre emisores y regiones.

## Renta Variable

En este segundo semestre, los mercados de renta variable se enfrentarán a una elevada incertidumbre derivada de un entorno geopolítico complejo. La combinación de guerras comerciales, imposición de aranceles y conflictos bélicos reales ha creado un clima de inestabilidad que continúa afectando a la economía global y, en particular, al comercio internacional. Aunque se han logrado ciertos avances con acuerdos comerciales entre EE. UU., Reino Unido, China e India, el panorama sigue siendo volátil, especialmente ante los signos de desaceleración económica en Estados Unidos.

En este contexto, los inversores deben prepararse para una fase marcada por una elevada volatilidad. Vemos que muchas compañías están adoptando una postura de espera, buscando mayor visibilidad sobre el

entorno comercial antes de tomar decisiones estratégicas. Sin embargo, esta incertidumbre también puede abrir la puerta a oportunidades. La historia reciente demuestra que los mercados son capaces de superar shocks externos. Un ejemplo es el año 2018, cuando el inicio de la guerra comercial entre EE.UU. y China generó una fuerte corrección en el S&P 500, pero el mercado se recuperó con fuerza en 2019 una vez que se alcanzaron ciertos acuerdos y el consumo interno se mantuvo sólido.

**Tabla 1: P/E ratios, EE.UU. vs Europa**

P/E ratios	2023	2024	2025 Q1	2025 Q2
STOXX50	12,7	14,1	15,1	15,8
STOXX600	13,2	14,2	14,7	15,4
S&P500	21,5	24,8	22,9	26,4

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/06/2025.

En el ciclo actual, muchas compañías multinacionales han demostrado una notable capacidad de adaptación. Frente a la amenaza de nuevos aranceles, han optado por estrategias de relocalización o diversificación productiva. El llamado enfoque "multilocal" se está consolidando, permitiendo a las empresas producir más cerca de sus mercados objetivos. TSMC, por ejemplo, ha abierto una nueva planta en Arizona y Apple ha anunciado un ambicioso plan de inversión para fabricar en territorio estadounidense. Esta flexibilidad ha permitido a muchas multinacionales mitigar los efectos de las tensiones comerciales.

Al mismo tiempo, sectores tradicionalmente defensivos, como el de servicios públicos, están mostrando un renovado dinamismo. La electrificación de la economía, impulsada por la expansión de centros de datos y el avance del vehículo eléctrico, está generando nuevas oportunidades.

Fuera de Estados Unidos también emergen nuevas palancas de crecimiento. Europa, históricamente prudente en política fiscal, está adoptando una postura más activa. Alemania, bajo el liderazgo del nuevo canciller Friedrich Merz, ha lanzado un paquete de estímulos centrado en defensa e infraestructuras. En paralelo, Japón y Corea del Sur avanzan en reformas de gobernanza corporativa, mientras China da señales de cierta estabilización. En este entorno, los mercados internacionales han comenzado a tomar la delantera, en los

primeros meses del año los principales índices fuera de EE.UU. han superado al S&P 500, beneficiándose también de la debilidad del dólar.

Una de las grandes temáticas de inversión que está ganando relevancia es la seguridad en un sentido amplio. Ya no se trata sólo de defensa nacional, sino también de asegurar fuentes energéticas fiables, infraestructuras críticas y cadenas de suministro resilientes. Gobiernos de todo el mundo están redirigiendo recursos hacia estos ámbitos.

Frente a este nuevo orden, destacamos la importancia de adoptar un enfoque activo y flexible. Aunque el entusiasmo inicial del año, impulsado por las tecnológicas estadounidenses, ha dado paso a una fase más desafiante, las oportunidades se están extendiendo a otros sectores y geografías. La clave estará en identificar valor a largo plazo allí donde el mercado ha penalizado injustificadamente. Como ya ocurrió en crisis anteriores, los momentos de mayor desconcierto suelen ser también los más fértiles para sembrar rentabilidad futura. La tarea del inversor activo será mantener la convicción, incluso en la incertidumbre y posicionar las carteras para un entorno en transformación.

**Tabla 2: Distribución de Activos de Anta Asset Management – T2**

Clase de activos	Oportunidades	Negativos	Neutrales	Positivos
<b>Renta Fija</b>	Duración		●	
	Gobiernos			●
	Crédito		●	
	Corporativa IG		●	
	Corporativa HY	●		
<b>Renta Variable</b>	Europa		●	
	EE.UU.			●
	China		●	
	Emergentes	●		
<b>Divisas</b>	USD		●	
	EUR			●

Fuente: Anta AM. Datos a 30/06/2025.



Este documento no es una recomendación de compra, aconsejamos a 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. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por sí o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de esta.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Anta Asset Management SGIC; [www.anta-am.com](http://www.anta-am.com)

Anta Asset Management SGIC es una Sociedad gestora con el CIF A-13937453 y registrada en la CNMV con el número 288.