

Informe Trimestral Macroeconómico

Octubre 2025

Comentario Trimestral Macroeconómico

Septiembre 2025 — Federico Battaner, Director de Inversiones

- Cerramos un 3T de 2025 caracterizado por un crecimiento global resiliente pero desigual, una desaceleración gradual de la inflación, condiciones monetarias restrictivas y grandes dependencias del estímulo fiscal. Las tensiones comerciales y los riesgos asociados a la deuda pública constituyen los principales obstáculos. A pesar del contexto incierto tanto los mercados financieros como la economía real han resistido mejor de lo anticipado, aunque la visibilidad para el próximo año es limitada y dependiente de eventos políticos y la evolución de la política comercial global.
- En renta fija, consideramos que los bonos de crédito de alta calidad presentan rendimientos atractivos. Priorizamos duración y vencimientos cortos/intermedios, sobreponderando el tramo a 5 años por carry positivo sin alto riesgo duración. Recomendamos diversificar regional y monetariamente, seguimos infraponderando el USD. Respecto al crédito, preferimos el crédito estructurado senior con cupones altos. Somos más cautelosos en crédito corporativo por unos diferenciales ajustados.
- En renta variable, nos seguimos manteniendo positivos. Los indicadores adelantados continúan siendo favorables y, aunque los niveles de valoración son altos en términos generales, hay algunos sectores y geografías en los que encontramos muy buenas oportunidades de inversión para introducir o aumentar el peso en cartera. Las estimaciones de beneficios han pasado a ser positivas en EE.UU. y en Europa y esperamos una aceleración considerable del crecimiento en beneficios a final de año tras un periodo difícil en verano.

Situación de Mercado

La economía mundial presentó un crecimiento moderado durante el primer trimestre de 2025, gracias en gran medida a las condiciones financieras mejoradas y la expansión fiscal en muchas de las grandes economías, factores que estimularon la actividad económica. El Fondo Monetario Internacional revisó al alza sus previsiones gracias a la rebaja de la tensión comercial entre EE.UU. y China, situándose así el crecimiento económico global esperado para 2025 en el entorno del 3,2% frente al 3,0% anunciado previamente. Esto proyecta una leve desaceleración hasta el 3,1% en 2026.

Cerramos un tercer trimestre de 2025 caracterizado por un crecimiento global resiliente pero desigual, una desaceleración gradual de la inflación, condiciones monetarias restrictivas y grandes dependencias del estímulo fiscal. Las tensiones comerciales y los riesgos asociados a la deuda pública constituyen los principales obstáculos.

El fenómeno más relevante ha sido el adelanto de inversiones y compras antes de la entrada en vigor de nuevos aranceles, lo que ha impulsado el crecimiento momentáneamente en EE.UU., Europa y algunas economías asiáticas. Sin embargo, la región de Oriente Medio y África fue la única con revisiones a la baja, evidenciando un entorno más complejo.

Hay que destacar que el crecimiento se mantiene desigual por regiones; la India continúa sobresaliendo con tasas superiores al 7%, mientras que en China la tracción económica depende cada vez más del impulso fiscal y en EE.UU., las nuevas políticas comerciales están registrando efectos mixtos sobre la actividad interna.

La inflación global mostró una tendencia descendente, aunque persisten numerosas presiones alcistas catalogadas como "stagflation lite" por algunos analistas. El efecto inflacionario se prevé muy dispar en las distintas regiones del mundo. En los países desarrollados (EE.UU., Europa y Japón) se prevé una media de inflación del 2,3% para este año que disminuirá por debajo del 2,0% en 2026. En cambio, la media de los países en desarrollo recibe una proyección del entorno del 5,3% a final de año.

El impacto de los aranceles implementados por la administración de Trump, que han elevado la tasa media efectiva a cerca del 17,5%, aún no se ha trasladado completamente a los precios al consumidor. Aunque las presiones inflacionarias continúan siendo un tema prioritario, no se ha observado un efecto de segunda ronda que enfríe de forma significativa el consumo global.

En EE.UU., las decisiones monetarias han estado marcadas por la dualidad entre el control de la inflación y el soporte al mercado laboral. La Reserva Federal estadounidense ha optado por acelerar los recortes de tipos de interés tras los malos datos de empleo de los últimos meses. En frente, el Banco Central Europeo, ha finalizado su ciclo de recortes tras ocho movimientos a la baja desde junio de 2024 y finalizando su tasa de facilidad de depósito al 2%. Este contraste evidencia divergencias estratégicas debido a la distinta exposición a riesgos macroeconómicos.

En dirección opuesta, Japón ha elevado su tipo oficial una vez a lo largo de este año debido a presiones inflacionarias y un mercado laboral más fuerte, mientras que países emergentes como China, India y Rusia han optado por recortes adicionales durante el año para respaldar la actividad económica local.

En conjunto, los tipos de interés a largo plazo permanecen elevados en buena parte del mundo desarrollado, con las rentabilidades de los bonos soberanos estadounidenses, británicos y australianos en torno al 4% y una subida destacada en los bonos japoneses por encima del 1,5%.

El tercer trimestre se ha caracterizado por la implantación de significativas políticas fiscales, impactando sobre las perspectivas macroeconómicas. En EE.UU. la extensión de recortes tributarios bajo la ley OBBBA está impulsando el consumo de rentas altas, aunque se compensa con restricciones a segmentos de renta baja. Mientras el déficit federal es seguido de cerca por los mercados financieros debido a su notorio deterioro y su impacto sobre las primas de riesgo soberano. Alemania, por su parte, ha incrementado su gasto público con foco en infraestructuras y defensa, gracias a su previa holgada posición fiscal y de deuda. Por otro lado, Reino Unido continúa con una deteriorada situación fiscal y podría requerir subidas de impuestos próximamente.

El entorno de elevados déficits fiscales persistentes genera inquietud sobre la sostenibilidad de la deuda en economías desarrolladas, especialmente en Reino Unido, Francia, Japón y EE.UU., mientras que Alemania se mantiene como un refugio relativo.

EE.UU. ha elevado significativamente sus aranceles, lo que ha derivado en represalias de socios comerciales clave y ha distorsionado las cadenas de suministro globales. Sin embargo,

hasta ahora sólo una porción pequeña de la economía mundial se ha visto afectada directamente, aunque las consecuencias de segundo orden podrían aflorar en los próximos trimestres, especialmente si ocurre una escalada arancelaria. El adelanto de importaciones a comienzos del año, anticipando subidas arancelarias, distorsionó temporalmente los flujos comerciales y las cifras de inventarios, afectando la lectura trimestral del crecimiento. De cara al futuro, el principal riesgo es que una expansión de la guerra comercial complique aún más el panorama macroeconómico.

Los mercados laborales han mostrado cierta debilidad en comparación con periodos anteriores, sin embargo, en términos generales continúan sólidos, especialmente en EE.UU. y en algunas economías avanzadas. No obstante, los indicadores de confianza empresarial y del consumidor han caído en las economías del G7, G20 y la Unión Europea, reflejando cautela e incertidumbre frente al entorno económico global.

Las principales fuerzas en los mercados globales son:

Aranceles. El gobierno de EE.UU. ha incrementado la tasa media efectiva arancelaria de menos del 3% (2024) a cerca del 17,5% (sep. 2025), el mayor aumento en un siglo. Esto genera volatilidad en comercio y mercados, aunque hasta ahora los efectos clásicos, inflación, caída de exportaciones, debilidad de la renta global, no han sido rotundos.

Tecnología & IA. La inversión en IA y tecnología sigue impulsando la economía estadounidense y los mercados bursátiles. El gasto de capital en centros de datos y chips especializados continuará creciendo en 2026, también en China. Se observa transformación del mercado laboral con menor contratación de jóvenes y reducción de dependencia de mano de obra.

Institucionalidad. Tensiones políticas, Fed, recambios de gobernadores, presión sobre independencia, añaden incertidumbre estructural.

Liquidez. La liquidez en los inversores a nivel mundial es alta, ayudando a mantener una resiliencia ante eventos de riesgo en mercado.

A pesar del contexto incierto, tanto los mercados financieros como la economía real

han resistido mejor de lo anticipado, aunque la visibilidad para el próximo año es limitada y dependiente de eventos políticos y la evolución de la política comercial global.

Renta Fija

En los últimos meses, el mercado de renta fija en Estados Unidos y Europa ha mantenido una línea común: hay suficiente liquidez, no se percibe un riesgo de recesión que afecte gravemente a las empresas, y la mayor volatilidad se ha concentrado en los bonos gubernamentales. En Europa, los bonos de los gobiernos han mostrado movimientos volátiles, a pesar de que el Banco Central Europeo (BCE) ha sido más previsible con su ciclo de bajadas de tipos de interés. La economía de la Eurozona sigue estable.

Entre los factores macroeconómicos que nos hacen ser alcistas en renta fija destacamos:

- El gasto de consumo puede ir a más gracias a la firmeza del mercado de trabajo, sin perjuicio de que la tasa de ahorro se mantenga alta;
- La inflación sigue contenida, 2,0% interanual, 2,3% interanual subyacente en agosto, facilitada por la fortaleza del euro, el abaratamiento de la energía y la moderación del crecimiento salarial.
- La confianza del sector industrial se está recuperando.

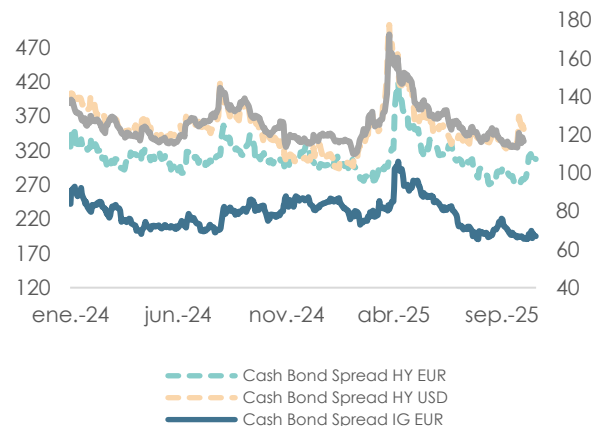
Por el contrario, consideramos que hay factores bajistas:

- Todavía no se aprecia un cambio de tendencia claro en la producción industrial.
- Las ventas minoristas siguen sin dar una perspectiva estable.
- El Reino Unido afronta retos de consolidación fiscal.

Respecto a la deuda pública, consideramos que la mayor pendiente de la curva de tipos crea oportunidades de reinvertir plusvalías al aproximarse el vencimiento (roll-down).

Con los tipos de depósito en niveles neutrales, el listón para una flexibilización adicional de la política es alto, pero los tipos probablemente se mantendrán estables en el futuro inmediato.

Gráfico 2: Evolución de los Diferenciales de crédito



Fuente: Bloomberg. Datos a 15/10/2025. Eje izquierdo Investment Grade. Eje derecho High Yield.

El mercado está ajustando precios de forma activa y, recientemente, se ha visto un movimiento "flattener", es decir, los bonos a largo plazo (10 años) se han comportado mejor que los de corto plazo (2 años). Actualmente, la diferencia entre ambos es de 66 puntos básicos, frente a los 85 de julio. Sin embargo, los bonos a 30 años han sufrido por el aumento del gasto público —especialmente en defensa— que ha elevado los déficits fiscales y presionado sus precios a la baja.

Esta mezcla de factores ha provocado volatilidad en toda la curva de tipos europea.

Los inversores con exposición a duración —que mide la sensibilidad de los precios a las variaciones de los tipos de interés y que tiende a ser más alta en los bonos a más largo plazo— han registrado un mal comportamiento este año. En este momento, tendemos a estar sobreponderados en duración en tramos medios de la curva y exposiciones selectivas en Reino Unido, aunque con algo menos de convicción que a principios de este año. Nos decantamos por los vencimientos cortos e intermedios en los mercados globales y estamos sobreponderados en el tramo a cinco años como cobertura frente a los riesgos bajistas.

Mantenemos nuestro sesgo hacia una positividad de la curva tanto en Europa como en EE.UU. Nos centramos en este posible empujamiento alcista ligado a un rally del tramo corto de la curva, en lugar de un empujamiento bajista provocado por ventas masivas en el tramo largo.

El crédito corporativo presenta unos fundamentales sólidos, pero consideramos que otros segmentos de la renta fija ofrecen mejores perfiles de rentabilidad-riesgo. Mantenemos una exposición limitada al crédito corporativo a causa de los ajustados diferenciales. Nos decantamos más hacia el crédito estructurado senior y las inversiones vinculadas a consumidores de mayor calidad. Aconsejamos precaución en sectores sensibles a la economía, sobre todo aquellos relacionados con el comercio internacional, que presenten un alto riesgo de apalancamiento y disrupción.

Seguimos sobreponderados en crédito estructurado y en el índice de derivados de crédito con grado de inversión, en combinación con una infraponderación en crédito corporativo en efectivo. También creemos positivo estar sobreponderados en bonos de titulización hipotecaria de agencias, con una preferencia por los cupones más altos.

Continuamos buscando oportunidades de valor relativo en los mercados de crédito. Vemos muchas opciones de inversión en estos mercados que deben evaluarse comparando su liquidez y el grado de sensibilidad económica.

Mantenemos una visión con preferencia en activos líquidos y de alta calidad y pensamos que la financiación garantizada por activos ofrece un buen potencial de rentabilidad. También nos decantamos por temáticas de inversión que se vean impulsados por vientos de cola estructurales, como la financiación de aviones y defensa y las infraestructuras de datos, que presentan unas necesidades de capital elevadas, pero en aumento, garantías con unos fundamentales sólidos y unas altas barreras de entrada para los prestamistas.

Concluyendo, en el difícil entorno global actual, los atractivos rendimientos de los bonos presentan una oportunidad interesante a largo plazo, especialmente a medida que las bajadas de tipos de interés mejoren el potencial de rentabilidad total de la renta fija y disminuyan la rentabilidad potencial de los equivalentes de efectivo.

Además, hacemos notar que la diversificación global y una visión más integrada de los mercados de crédito públicos y privados ofrecen formas de potenciar la resiliencia de las carteras y ampliar las fuentes de rentabilidad.

Renta variable

Durante el tercer trimestre hemos asistido a un buen comportamiento global de los mercados de acciones, liderados por las grandes compañías tecnológicas. La temática de la inteligencia artificial ha sido el principal hilo conductor de los grandes movimientos corporativos, donde resalta una compañía en particular, OpenAI, la empresa detrás de ChatGPT.

Ha firmado grandes acuerdos bilaterales con compañías claves en la cadena de valor de semiconductores e infraestructura tecnológica, donde destacan importantes nombres como Nvidia, AMD, Oracle, CoreWeave, Broadcom, Samsung o SK Hynix.

El impacto en bolsa de todas estas noticias ha sido muy positivo, pero también ha llevado las valoraciones de este tipo de compañías a niveles muy exigentes para los beneficios obtenidos hasta el momento.

Por otra parte, otros sectores no han participado en toda esta subida del mercado y se han quedado rezagados. Pensamos que existen en el mercado oportunidades muy atractivas en servicios financieros, salud o incluso software, que, a pesar de ser tecnología, en muchos casos ha sido injustamente visto como perjudicado por la IA.

La industria de los microchips atraviesa una etapa de gran interés. Durante años, su evolución estuvo guiada por el principio enunciado en 1965 por Gordon Moore, cofundador de Intel, quien señaló que la cantidad de transistores en un microprocesador se duplicaba de forma regular cada aproximadamente dos años. Esta idea, conocida como la Ley de Moore, estimuló el progreso tecnológico y permitió desarrollar circuitos integrados progresivamente más compactos, veloces y económicos, revolucionando así nuestras redes, viviendas y equipos electrónicos.

No obstante, aunque la industria continúa esforzándose por miniaturizar los transistores a escalas inferiores a un nanómetro, también debe hacer frente a retos cada vez más complejos. Dificultades como el incremento sustancial en los gastos de fabricación están modificando los planes de los productores y generando desviaciones respecto a las proyecciones iniciales de la mencionada ley.

Uno de los progresos más relevantes en la fabricación de chips ha sido la creación de la litografía ultravioleta extrema (EUV) por parte de ASML. Al emplear haces luminosos con una longitud de onda de 13,5 nm, notablemente menor que los 193 nm de los equipos anteriores de ultravioleta profundo (DUV), los sistemas EUV han marcado un hito tecnológico, posibilitando el grabado de diseños a escalas por debajo de los 7 nm.

De cara al porvenir, la tecnología EUV de alta apertura numérica (High-NA EUV) promete mayor detalle y resolución, allanando el camino para la fabricación de componentes en el rango de los 2 nm e inferiores. Desde 2024, seis de estos equipos han sido distribuidos a empresas como Intel, TSMC, Samsung y SK Hynix, con un coste unitario que ronda los 400 millones de dólares.

El progreso en el campo de los semiconductores, si bien ha girado tradicionalmente en torno a mejoras en fabricación y computación de alto rendimiento, está experimentando un cambio significativo hacia el ámbito de las aplicaciones, particularmente en los modelos y ubicaciones donde se despliega la inteligencia artificial. El impulso innovador ya no depende exclusivamente de los métodos de producción de los circuitos integrados, sino también de sus formas de implementación, destacándose en este contexto la inteligencia artificial en el dispositivo (edge AI) como un área de desarrollo especialmente prometedora.

Esta transición responde a una dinámica más amplia, conforme los equipos electrónicos ganan en capacidades autónomas e inteligencia, se incrementa la necesidad de procesamiento inmediato y local, generando así nuevas posibilidades en términos de rendimiento, eficiencia y experiencia del usuario, más allá de lo que ofrece la computación en la nube.

Las empresas de telefonía móvil están incursionando activamente en este terreno. Grandes actores del sector, incluyendo a Apple, Samsung y diversos fabricantes chinos de dispositivos como Oppo, Vivo, Xiaomi y Huawei, ya están dando a conocer sus progresos en esta tecnología.

Este movimiento abre un abanico de posibilidades, especialmente si se considera que las ventas globales de teléfonos inteligentes han mostrado un estancamiento en los últimos años, debido a la madurez del mercado, la

madurez del mercado, la inestabilidad económica y la mayor duración de los periodos de renovación.

La incorporación de capacidades avanzadas de IA podría impulsar de nuevo la demanda, tanto en volumen de unidades como en valor tecnológico. En consecuencia, se proyecta que el segmento de inteligencia artificial en el dispositivo crezca desde los 20.400 millones de dólares en 2023 hasta alcanzar los 270.000 millones para el año 2032.

En Europa, la volatilidad de este trimestre ha estado protagonizada por la inestabilidad política en Francia y la incertidumbre acerca de las posibles medidas de recorte de gasto que se puedan llevar a cabo por la administración. Algunas compañías francesas han visto sus cotizaciones excesivamente castigadas por este motivo.

En Asia, estamos observando una mejora general de los datos económicos. Especialmente, China cada vez da más señales de salir de su particular crisis, con unos datos de consumo al fin esperanzadores para su economía. Se ha observado como está comenzando la vuelta del capital que había abandonado estas geografías anteriormente por la desaceleración económica y el riesgo geopolítico. Es por ello por lo que nuestras inversiones en esta zona del mundo han funcionado extraordinariamente bien durante este trimestre.

Somos optimistas de cara a la presentación de resultados en estos trimestres de final de año, donde esperamos un crecimiento positivo de los beneficios en todas las grandes áreas económicas mundiales y una aceleración de cara al último trimestre, especialmente en Europa y EE.UU. Además, pensamos que nuestro enfoque activo y flexible en la gestión, nos permitirá aprovechar mejor las oportunidades actuales, que creemos que no se encuentran en las acciones de mayor peso en los grandes índices.

Tabla 2: Distribución de Activos de Anta Asset Management – T3

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

Fuente: Anta AM. Datos a 30/09/2025.

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 SGIIC: www.anta-am.com

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