

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 2 al 6 de junio de 2025

Madrid, 2 de junio de 2025



Mejor Equipo de Asset
Allocation y Multiactivos
en Gestora Nacional en 2025



Mejor Equipo de
Sostenibilidad en Gestora
Nacional en 2025



Firmante de
los UNPRI



Firmante The Net
Zero Asset Managers

Monitor de Mercado

		INDICES RENTA VARIABLE					
		Actual	Día	Ult. 7 días	MTD	YTD	Ult. 12 mes.
EUROPA	MSCI Europe	183,4	0,21%	0,61%	3,92%	7,96%	6,58%
	EUROSTOXX 50	5.366,6	-0,08%	0,76%	4,00%	9,61%	8,13%
	UK	8.772,4	0,64%	0,62%	3,27%	7,33%	7,20%
	ALEMANIA	23.997,5	0,27%	1,56%	6,67%	20,53%	29,90%
	FRANCIA	7.751,9	-0,36%	0,23%	2,08%	5,03%	-2,31%
	ESPAÑA	14.152,2	0,25%	0,34%	6,51%	22,05%	26,98%
ITALIA	40.087,4	0,26%	1,55%	6,60%	17,26%	17,38%	
USA	S&P 500	5.911,7	-0,01%	1,88%	6,15%	0,51%	12,24%
	S&P 100	2.884,8	-0,03%	2,25%	7,05%	-0,19%	14,05%
	NASDAQ	19.113,8	-0,32%	2,01%	9,56%	-1,02%	12,96%
	DOW JONES	42.270,1	0,13%	1,60%	3,94%	-0,64%	9,96%
JAPÓN	NIKKEI	37.965,1	-1,22%	2,17%	5,33%	-4,84%	-1,53%
EMERGENTES PY	GLOBAL	613,8	-1,07%	-1,60%	3,80%	-3,29%	4,29%
	EUROPA	51,3	-0,45%	1,84%	2,22%	26,22%	19,17%
	ASIA	453,2	-0,98%	-1,30%	6,05%	-1,86%	5,34%
	LATAM	1.950,4	-1,90%	-1,48%	0,96%	8,95%	-10,75%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	3.863,5	0,03%	1,60%	5,69%	4,20%	12,64%

		TIPOS DE INTERÉS				
		USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses		4,33	2,01	1,89	4,31	0,42
1 Año		4,10	1,94	1,77	3,87	0,57
3 Años		3,86	2,11	1,83	4,01	0,81
5 Años		3,96	2,38	2,06	4,14	1,01
10 Años		4,40	3,09	2,50	4,65	1,50
30 Años		4,93	3,95	2,98	5,37	2,97

		BONOS					
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Monetario		153,5	0,00%	0,04%	0,16%	1,08%	3,32%
Crédito		243,4	0,02%	0,39%	0,52%	1,58%	6,64%
Gobiernos		717,7	0,01%	0,61%	0,11%	0,83%	5,15%
RF Emergente		1210,1	0,16%	0,78%	1,02%	-4,85%	4,34%
High Yield		382,0	0,07%	0,48%	1,33%	2,27%	8,29%

		MATERIAS PRIMAS					
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Petróleo		63,9	-0,39%	-1,36%	1,24%	-14,39%	-23,56%
Oro		3289,3	-0,86%	-2,03%	0,02%	25,33%	40,68%
Metales		113,3	-1,13%	-1,88%	5,49%	-11,57%	-24,82%

		DIVISAS					
		Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Eur/Dólar		1,13	-0,20%	-0,13%	0,17%	9,59%	5,06%
Eur/Yen		163,46	-0,28%	0,96%	0,90%	0,42%	-4,01%
Eur/Libra		0,84	0,09%	0,43%	-0,81%	1,90%	-0,86%

* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

* Datos de cierre 30-may.-25

Cierre Semanal

La dinámica política y económica global se encuentra inmersa en un proceso de creciente complejidad e incertidumbre. En Estados Unidos, el nuevo ciclo presidencial ha estado marcado por una utilización sin precedentes de órdenes ejecutivas, que han desencadenado reformas abruptas en comercio, inmigración y finanzas internacionales. Sin embargo, esta vía de actuación ha chocado frontalmente con los contrapesos democráticos tradicionales: los tribunales y el Congreso. Las primeras medidas fueron recibidas con demandas judiciales que han prosperado en algunos casos, mientras que otras aún están pendientes de resolución. A medida que el Congreso comienza a ejercer un rol más activo, el proceso se torna más lento, sujeto a negociación y potencialmente más incierto para los mercados.

Un ejemplo paradigmático de esta tensión institucional es la reciente sentencia del Tribunal de Comercio Internacional de EE.UU., que ordenó detener la recaudación de aranceles impuestos bajo la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional, afectando gravemente la estrategia arancelaria del Ejecutivo. Aunque la Casa Blanca ha apelado y obtuvo una suspensión temporal del fallo, se anticipa un proceso prolongado que podría escalar hasta la Corte Suprema. Este limbo legal incrementa la incertidumbre para empresas importadoras y para las negociaciones comerciales en curso.

La administración, sin embargo, conserva herramientas legales alternativas para continuar su política proteccionista, como el uso de otras secciones del marco legal arancelario estadounidense. Mientras tanto, se multiplican las investigaciones sectoriales por motivos de seguridad nacional sobre productos como semiconductores, farmacéuticos, madera y cobre, lo que podría dar lugar a nuevos gravámenes más difíciles de impugnar judicialmente.

Las tensiones con China siguen una trayectoria similar. A pesar de la tregua arancelaria vigente hasta agosto, el gobierno estadounidense ha elevado el tono de sus acusaciones, alegando incumplimientos por parte de Pekín del acuerdo de Ginebra. En paralelo, se han anunciado nuevas sanciones contra el sector tecnológico chino. Esta escalada amenaza con reabrir un frente comercial que podría impactar negativamente en la actividad exportadora del gigante asiático.

En el plano fiscal, la aprobación por mínimo margen del proyecto de ley de reconciliación en la Cámara de Representantes ha devuelto la atención a los desequilibrios presupuestarios. Una cláusula en particular, la Sección 899, ha generado especial inquietud: permitiría gravar los ingresos obtenidos en Estados Unidos por entidades extranjeras procedentes de países considerados discriminatorios, como aquellos que imponen tasas digitales. Este mecanismo, con una tarifa inicial del 5% que puede escalar hasta el 20%, podría erosionar la rentabilidad de los activos estadounidenses y reducir la demanda por bonos del Tesoro, elevando así los tipos de interés.

Como respuesta al aumento de la presión sobre los tipos largos, varios gobiernos están virando hacia emisiones de deuda a corto plazo. Japón y el Reino Unido lideran esta tendencia, motivados por la caída de la demanda de títulos a largo plazo y la necesidad de contener los costes financieros. Sin embargo, esta estrategia no está exenta de riesgos, ya que incrementa el riesgo de refinanciación, lo que podría poner a prueba la confianza de los mercados.

El desempeño económico estadounidense muestra señales contradictorias. Aunque ciertos indicadores, como la revisión a la baja del gasto de consumo y la inversión empresarial en bienes de capital, sugieren una desaceleración, otros datos recientes muestran una ligera recuperación en la confianza del consumidor, en gran parte debido a la reciente distensión arancelaria con China. Las cifras laborales proyectadas para mayo apuntan a una resiliencia continuada en el mercado laboral, con una tasa de desempleo estable en torno al 4,2%.

En definitiva, los factores políticos, judiciales y fiscales se entrelazan en un entorno volátil que exige a los inversores mantenerse alerta. La combinación de incertidumbre regulatoria, tensiones geopolíticas y presiones inflacionistas configura un escenario en el que cada decisión política puede tener repercusiones significativas sobre los mercados y la economía global.

Renta Variable

La renta variable global cerró la semana con una notable resiliencia, impulsada no solo por los resultados empresariales positivos —como los de Nvidia, que sorprendieron al alza pese al lastre de las restricciones a China—, sino también por un contexto de datos macroeconómicos mixtos en Estados Unidos. Aunque la revisión del PIB del primer trimestre mostró un consumo más débil de lo esperado, la solidez de los ingresos de los hogares y la mejora de la confianza del consumidor han servido de contrapeso, manteniendo la narrativa de un aterrizaje suave. Este equilibrio precario ha favorecido un entorno donde los inversores priorizan la permanencia en el mercado.

En Estados Unidos, los índices cerraron con avances significativos, destacando el S&P 500, que se anotó un 1,88% semanal y un 6,15% en mayo, su mejor mes desde finales de 2023. Este desempeño positivo se ha producido pese al entorno político turbulento que caracteriza al mandato de Trump 2.0, cuya política comercial, ejercida mediante órdenes ejecutivas, ha generado un entorno de alta incertidumbre jurídica. Las decisiones judiciales que bloquean parte de los aranceles han añadido ruido al proceso, aunque se mantienen en suspenso a la espera de resoluciones de instancias superiores. La expectativa de que estas medidas se mantengan vivas a través de otras vías legales alimenta la incertidumbre comercial y fiscal.

En este entorno, los fondos de cobertura macro, un tipo de vehículo de inversión que busca obtener rentabilidad mediante apuestas sobre grandes tendencias económicas y políticas globales (como tipos de interés, divisas o

materias primas), han registrado su peor arranque de año en dos décadas, incapaces de adaptarse al vaivén constante de narrativas y sorpresas políticas.

A pesar del ruido, el impulso bursátil ha estado alimentado por factores microeconómicos clave, como los buenos resultados empresariales, en particular los de Nvidia. La compañía volvió a superar las expectativas con unos ingresos de más de 44.000 millones de dólares en el primer trimestre, a pesar de enfrentarse a la prohibición de vender sus chips en China. Su capacidad para sostener el crecimiento mediante nuevos desarrollos tecnológicos, como Blackwell Ultra, ha reforzado el apetito por valores ligados a la inteligencia artificial y la infraestructura digital.

La rotación sectorial también ha sido muy relevante. Las estrategias defensivas, adoptadas durante la turbulencia de abril, se han convertido en un lastre. Las acciones defensivas han quedado rezagadas frente a los valores cíclicos, con una brecha de diez puntos porcentuales, la segunda más amplia desde 2009. En el conjunto del mes de mayo, el estilo de inversión "growth" ha superado al "value" en más de cinco puntos porcentuales.

En Europa, el tono ha sido más moderado, pero también positivo. El EuroStoxx 50 avanzó un 0,76% semanal, con un 4% acumulado en mayo y más del 9% en lo que va de año. España e Italia destacaron en mayo con subidas del 6,51% y 6,60% mensual, respectivamente, apuntaladas por datos económicos sólidos y una composición sectorial muy sesgada hacia bancos, que siguen liderando la clasificación bursátil en 2025.

En el plano emergente, los mercados mostraron debilidad. El índice MSCI de emergentes cayó un 1,6% en la semana, arrastrado principalmente por Latinoamérica y Asia. En Japón, el Nikkei avanzó algo más de un 2% en la semana, a pesar de los crecientes problemas fiscales que están afectando la estabilidad del mercado de deuda del país nipón.

En definitiva, los inversores mantienen la confianza en que los actuales focos de tensión se mantendrán controlados. No obstante, el escenario sigue plagado de riesgos: desde el fin de la tregua arancelaria en julio hasta la posible reactivación de disputas con China, sin olvidar los desafíos fiscales en Estados Unidos y las fricciones políticas internas en Europa.

Renta Fija

La renta fija global cerró la semana con un sesgo alcista, en un entorno condicionado por la política monetaria y la incertidumbre en torno a las políticas fiscal y arancelaria de Estados Unidos. En los tramos largos de la curva, las rentabilidades de la deuda pública tendieron a la baja, con una corrección más acusada en Europa que en Estados Unidos. En el caso europeo, el próximo recorte de tipos por parte del BCE —que se da prácticamente por descontado— ha consolidado la percepción de un entorno monetario más acomodaticio, especialmente en un contexto en que el desvío de exportaciones chinas por la guerra comercial está afectando al crecimiento más que a la inflación.

En Estados Unidos, sin embargo, la situación es más ambigua. La política arancelaria de la administración Trump, cuestionada en los tribunales, añade complejidad al escenario fiscal. Si la capacidad de recaudación a través de aranceles se ve comprometida, el déficit público podría deteriorarse aún más, complicando la dinámica de tipos largos. Esto ha reforzado el debate sobre la sostenibilidad fiscal y ha mantenido cierta presión alcista sobre los rendimientos estadounidenses. Sin embargo, en la última semana, los tramos más largos de la curva de tipos también se relajaron al otro lado del Atlántico.

Por su parte, las primas de riesgo soberano en Europa periférica, como Italia y España, han mostrado cierta relajación, situándose en niveles históricamente bajos.

En suma, la semana nos dejó una recuperación moderada en los precios de los bonos soberanos europeos. El crédito corporativo, por su parte, aunque también cerró la semana con ganancias, fueron de menor magnitud que las registradas por la deuda pública.

Materias primas

Las materias primas cerraron la semana con signo negativo generalizado, en un contexto de incertidumbre geopolítica y reajuste de expectativas macro. El petróleo retrocedió un 1,36% en los últimos siete días y acumula caídas del 14,39% en lo que va de año, presionado por las dudas sobre la demanda global y la posibilidad de un acuerdo entre Estados Unidos e Irán que podría aumentar la oferta. El oro también sufrió una corrección semanal del 2,03%, pese a acumular una revalorización del 25% en lo que va de año, reflejando un respiro en la búsqueda de refugio tras semanas de elevada tensión política. Por su parte, los metales industriales cayeron un 1,88% en la semana, si bien mantienen una subida mensual del 5,49%, apoyados en parte por el empuje de la inversión en infraestructura digital y el sector tecnológico, a pesar del deterioro del contexto comercial global.

Divisas

El mercado de divisas mostró movimientos contenidos durante la semana, en un entorno dominado por la espera ante las decisiones de los principales bancos centrales y la evolución de la política fiscal y arancelaria en Estados Unidos. El euro se mantuvo prácticamente estable frente al dólar, con una leve caída semanal del 0,13%, mientras los inversores valoran el sesgo más laxo del BCE frente a una Reserva Federal aún cauta. En general, el riesgo político y fiscal continúa sesgando a la baja las perspectivas del dólar a medio plazo.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

Los datos macroeconómicos conocidos en Europa fueron en general constructivos, sobre todo en lo que respecta a la inflación, que continuó su camino a la baja en el mes de mayo.

Las encuestas de mayo siguen mostrando un tono algo más optimista por parte de los agentes económicos y la confianza económica de la Comisión Europea sorprendió positivamente, al situarse en los 94,8 puntos, por encima de los 94,1 esperados.

En el ámbito de los precios, la inflación en Francia cayó en mayo al nivel más bajo desde diciembre de 2020, situándose en el 0,6% interanual, muy por debajo del 0,9% previsto por los analistas. Este retroceso fue impulsado principalmente por una caída del 8,1% en los precios de la energía, aunque la desaceleración también alcanzó al sector servicios, donde la inflación se redujo al 2,1%.

En España, la inflación armonizada sorprendió a la baja en mayo, reforzando el escenario de desinflación que se extiende por la eurozona y consolidando las expectativas de un recorte de tipos por parte del BCE en junio. El índice de precios al consumidor armonizado (IPCA) avanzó un 1,9% interanual, una décima por debajo del consenso (2,0%) y frente al 2,2% registrado en abril. La inflación subyacente, que excluye energía y alimentos no elaborados, se moderó hasta el 2,1% interanual desde el 2,4% anterior, alineándose con el patrón de enfriamiento de precios observado en otros países del bloque. Del mismo modo, los precios de producción en España registraron un aumento interanual del 1,9% en abril, una desaceleración notable frente al 4,6% revisado de marzo, según datos

del Instituto Nacional de Estadística. En términos mensuales, el índice retrocedió un 2,9%, confirmando la volatilidad reciente en los costes industriales.

En Italia, los precios se alinearon con las proyecciones del consenso y el IPC armonizado se situó en el 1,9% interanual, ligeramente por debajo del 2,0% registrado en abril. Sin embargo, la inflación en Alemania se moderó hasta el 2,1% interanual, una décima por debajo del dato de abril, pero ligeramente por encima de las expectativas del mercado (2,0%), lo que revela una desinflación más lenta de lo anticipado.

En España, se publicaron multitud de datos macroeconómicos de distinta índole. Así, la firma de hipotecas experimentó un notable repunte en marzo, con 54.238 operaciones registradas, lo que supone un incremento interanual del 41,4%. El capital prestado alcanzó los 9.545 millones de euros, un 51,7% más que en el mismo mes del año anterior. Por otra parte, las ventas minoristas crecieron un 3,6% interanual en abril, ligeramente por debajo del 3,8% registrado en marzo, según datos del INE. Ajustadas por calendario y estacionalidad, el aumento fue del 4%, lo que confirma una tendencia sólida en el consumo.

En otro orden de cosas, no hubo sorpresas en la revisión del crecimiento del PIB francés del primer trimestre, que confirmó el pequeño avance del 0,1% trimestral. Por su parte, la tasa de desempleo de mayo en Alemania se mantuvo estable en el 6,3%, en línea con las previsiones del mercado. Como colofón, el crédito en la eurozona dio señales de reactivación en abril, con el impulso crediticio —que mide el cambio en el ritmo de crecimiento del crédito— repuntando hasta el 1,5% del PIB, su nivel más alto desde mediados de 2022. Este repunte, impulsado por mayores préstamos a hogares y empresas no financieras, representa un viento de cola moderado para la economía del bloque, especialmente en un contexto de incertidumbre creciente por los aranceles estadounidenses a productos europeos.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

En Estados Unidos, la semana nos dejó algunos indicios de pérdida de impulso macroeconómico, evidentes en los datos de desempleo semanal y en ciertos indicadores del sector inmobiliario.

En el mundo de las encuestas, la confianza del consumidor del Conference Board experimentó un notable repunte, al pasar de los 85,7 a los 98,0 puntos, muy por encima de lo esperado. Este avance estuvo impulsado por la reducción temporal de aranceles a China, la caída en los precios de la gasolina y señales de desaceleración de la inflación. Asimismo, la confianza del consumidor estadounidense, medida por el índice de la Universidad de Michigan, mostró una leve mejoría en la segunda mitad de mayo, recuperándose desde mínimos históricos registrados a principios de mes. El índice final se situó en 52,2 puntos, sin cambios respecto a abril, pero por encima del dato preliminar (50,8) y del consenso del mercado (51,5). Esta estabilización se atribuye, en parte, a la relajación temporal de los aranceles a productos chinos, que ha contribuido a calmar las tensiones inflacionistas percibidas por los hogares. De hecho, las expectativas de inflación a largo plazo retrocedieron hasta el 4,2% (desde 4,4%), marcando su primera caída del año.

En cuanto a otros datos de actividad real, los pedidos de bienes duraderos cayeron un 6,3% en abril, tras el fuerte repunte del 7,6% registrado en marzo. Aunque la caída fue algo menor de lo esperado por el consenso (-7,8%), refleja una desaceleración significativa.

Por su parte, el gasto personal mostró una marcada desaceleración en abril, con un avance nominal del 0,2% mensual y apenas un 0,1% en términos reales, en línea con las expectativas del mercado. Este enfriamiento se explica, en gran medida, por un efecto de compensación tras el adelantamiento de consumo observado en febrero y marzo ante la amenaza de nuevos aranceles. En contraste, los ingresos personales sorprendieron al alza con un

incremento del 0,8%, impulsados por pagos retroactivos que dispararon las transferencias del gobierno un 2,8%. Este desajuste entre ingresos y consumo elevó la tasa de ahorro al 4,9%, desde el 4,3% anterior.

En el mundo inmobiliario, los precios de la vivienda subieron un 4,07% interanual en marzo, una cifra inferior al 4,5% esperado por el consenso y el menor avance desde 2023. Por otra parte, las preventas de viviendas cayeron un 6,3% en abril respecto al mes anterior, marcando su mayor descenso desde septiembre de 2022 y superando ampliamente las previsiones más pesimistas.

Quizá lo que generó una mayor preocupación fue la segunda lectura del PIB del primer trimestre, que confirmó que la economía se contrajo un 0,2%, afectada por un gasto del consumidor más débil y un impacto comercial récord debido al aumento de importaciones vinculado a los aranceles de Trump.

Vamos ahora con uno de los datos más relevantes de la semana, el índice de precios del consumo personal (PCE), la medida de inflación preferida por la Reserva Federal, que mostró en abril una lectura moderada por segundo mes consecutivo. El PCE subyacente avanzó apenas un 0,12% mensual, situando la tasa interanual en el 2,5%, mientras que el índice general se incrementó un 0,10% mensual y un 2,1% anual. Así las cosas, la media móvil trimestral del PCE subyacente se mantiene en torno al 0,2% mensual, alineada con los niveles prepandemia, aunque la trayectoria a medio plazo apunta a cierta reactivación de las presiones inflacionistas.

En el ámbito de la política monetaria, las actas de la reunión de la Reserva Federal de mayo revelaron un tono muy prudente por parte del FOMC, cuyos miembros coincidieron en que, debido al entorno volátil, lo más apropiado es esperar mayor claridad antes de ajustar los tipos de interés. En resumen, la Fed se posiciona en modo de espera, con una posible única bajada de tipos en lo que resta de 2025, y advierte que el impacto inflacionista de los aranceles podría ser más persistente de lo previsto.

La intensa agenda macroeconómica estadounidense se completó con la balanza comercial de bienes del mes de abril, que registró un ajuste extraordinario, con una caída récord del 19,8% en las importaciones respecto al mes anterior, el mayor descenso mensual desde que existen registros. Esta contracción, atribuida al adelanto de importaciones antes de la entrada en vigor de los aranceles y a un posible cambio en los patrones de acumulación de inventarios por parte de las empresas, permitió una fuerte reducción del déficit comercial, que pasó de 162.300 millones a 87.600 millones de dólares, muy por debajo de las estimaciones del consenso. En contraste, las exportaciones repuntaron un 3,4%, en lo que podría ser una señal temprana de recuperación de la demanda externa.

Por último, las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo subieron hasta las 240.000, muy por encima de lo previsto por el mercado.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

Los indicadores adelantados de actividad en China correspondientes al mes de mayo reflejaron una leve mejora en el entorno comercial, impulsada principalmente por la tregua arancelaria de 90 días acordada con Estados Unidos. El PMI manufacturero oficial repuntó hasta 49,5 puntos desde los 49,0 en abril, aún en zona de contracción, pero sugiriendo una desaceleración menos intensa de lo anticipado. Dentro del componente manufacturero, destacó la recuperación de los nuevos pedidos de exportación, que subieron desde 44,7 a 47,5, apoyando la lectura general. Por su parte, el sector servicios mostró estabilidad, con el PMI no manufacturero en 50,3 puntos, y una mejora marginal en actividades relacionadas con el turismo y la hostelería. Sin embargo, la construcción se ralentizó por segundo mes consecutivo.

En Japón, el IPC de Tokio de mayo se alineó con las previsiones, con una lectura del 3,4% interanual, aunque la tasa subyacente se situó una décima por encima del pronóstico, en el 3,3%. Los datos de producción industrial y ventas minoristas de abril, por su parte, superaron ligeramente las expectativas, con lecturas del -0,9% y del 0,5% mensual, respectivamente.

Catalizadores Semanales

La próxima semana estará marcada por una agenda macroeconómica intensa, con especial atención a datos laborales en Estados Unidos y decisiones de política monetaria en Europa y Asia. En EE. UU., el informe de empleo de mayo podría mostrar una moderación en la creación de puestos de trabajo y un ligero repunte en la tasa de paro, con el sector de ocio y hostelería como principal foco de debilidad. En la eurozona, el Banco Central Europeo se dispone a recortar los tipos en 25 puntos básicos, tras un nuevo informe de inflación moderado que refuerza el margen de maniobra del organismo. Todo ello, en un contexto en el que no se descarta que surjan nuevas sorpresas en materia comercial, especialmente en el ámbito arancelario.

En España:

- **PMI manufacturero de mayo (2-jun).** El índice PMI manufacturero de España correspondiente a mayo apunta a una ligera mejoría tras varios meses de deterioro. Según las previsiones recogidas por Bloomberg, se espera que el indicador suba a 48,4 puntos, desde los 48,1 registrados en abril, marcando su primera mejora en cinco lecturas. A pesar de este repunte, el índice se mantendría aún en zona contractiva, reflejando las dificultades que sigue atravesando el sector industrial en un entorno de demanda global débil y elevada incertidumbre comercial.
- **Desempleo registrado en el mes de mayo (3-jun).** El dato de desempleo registrado en España correspondiente a mayo será seguido de cerca por su capacidad para confirmar la solidez del mercado laboral en plena temporada alta del sector turístico. Tras el fuerte descenso de abril (-67.400 personas), el consenso espera una nueva caída del paro en mayo, en línea con la estacionalidad favorable del periodo y con los signos de resiliencia en la actividad económica. No obstante, los efectos de segunda ronda derivados de la incertidumbre comercial global y el enfriamiento manufacturero podrían moderar el ritmo de creación de empleo en determinados sectores. Un dato mejor de lo previsto consolidaría la visión de una economía española que sigue destacando por su dinamismo relativo dentro del conjunto europeo.
- **Producción industrial del mes de abril (4-jun).** La producción industrial de España correspondiente a abril se espera que muestre una estabilización, con una variación mensual del 0,0% tras el sólido avance del 0,9% registrado en marzo. Esta lectura, que reflejaría un estancamiento puntual, llega en un momento en que el sector manufacturero sigue lidiando con una demanda externa débil y un contexto de incertidumbre comercial global. Aunque no supone una reversión preocupante, sí indica que la recuperación industrial sigue siendo frágil y dependiente de factores coyunturales, como los efectos del alivio arancelario reciente o la evolución de los costes energéticos. De confirmarse la previsión, el dato respaldaría una narrativa de estabilización, pero aún sin señales claras de reactivación sostenida.
- **PMI de servicios del mes de mayo (4-jun).** El PMI de servicios de España correspondiente a mayo apunta a una ligera moderación, aunque se mantendría cómodamente en zona expansiva. El consenso de Bloomberg espera una lectura de 53,0 puntos, por debajo de los 53,4 registrados en abril, lo que supondría el nivel más bajo desde enero de 2024. A pesar de este leve retroceso, el indicador seguiría reflejando un sector servicios

dinámico, especialmente apoyado por el turismo, la hostelería y otras actividades ligadas a la demanda interna. La moderación prevista podría estar vinculada a un menor empuje en los nuevos pedidos y a una percepción más prudente del entorno macroeconómico, afectado por la incertidumbre internacional y las tensiones en el comercio global. No obstante, el dato confirmaría que el sector servicios sigue actuando como principal sostén del crecimiento en España, compensando la debilidad persistente en la industria.

- **Índice de precios de la vivienda del primer trimestre de 2025 (6-jun).** El mercado inmobiliario español cerró 2024 con una notable aceleración de los precios, según el Índice de Precios de Vivienda publicado por el INE. En el cuarto trimestre, los precios repuntaron un 1,8% trimestral, moderándose desde el 2,8% del trimestre anterior, pero anotando un sorprendente avance del 11,3% interanual, la mayor subida desde el segundo trimestre de 2007. Este fuerte repunte anual refleja una demanda que se acelera en un contexto de menores tipos hipotecarios. La solidez del empleo, la resiliencia del ahorro de los hogares y el apetito inversor por el activo residencial han seguido apuntalando los precios, especialmente en las grandes ciudades y zonas costeras. De cara a los próximos trimestres, los recortes de tipos por parte del BCE podrían dar continuidad a esta dinámica, aunque el elevado nivel de precios podría empezar a moderar la accesibilidad y contener parcialmente la demanda.

En Europa:

- **IPC preliminar de mayo en la eurozona (3-jun).** La inflación en la eurozona habría continuado moderándose en mayo, consolidando el escenario de desinflación y reforzando el caso para un inminente recorte de tipos por parte del Banco Central Europeo. Según las previsiones del consenso, el IPC general se habría desacelerado hasta el 2,0% interanual desde el 2,2% de abril, mientras que la inflación subyacente habría descendido también dos décimas hasta el 2,5%. Esta moderación refleja el desvanecimiento del impulso puntual asociado a la Semana Santa —que infló el componente de servicios en abril—, así como el enfriamiento en precios de la energía y bienes industriales. Con una economía que apenas crece, tensiones salariales contenidas y los efectos desinflacionistas de los aranceles estadounidenses aún por desplegarse por completo, el BCE dispone de argumentos sólidos para reducir el tipo de depósito al 2,00% en su reunión del 5 de junio y mantener la puerta abierta a más recortes en los próximos meses.
- **Reunión de política monetaria del BCE (5-jun).** El Banco Central Europeo continuará desplegando su ciclo de recortes de tipos, con una decisión ampliamente anticipada por los mercados y respaldada por una batería de datos que confirman la consolidación del proceso desinflacionista. Se espera que el BCE recorte en 25 puntos básicos el tipo de depósito, llevándolo al 2,00%, mientras que el tipo de refinanciación principal bajaría al 2,15%. Más allá del gesto técnico, la clave estará en el tono del comunicado y las nuevas proyecciones macroeconómicas. Con la inflación general cerca del objetivo, la subyacente en tendencia descendente y un crecimiento estancado, el Consejo de Gobierno buscará mantener abierta la posibilidad de nuevas bajadas —potencialmente en septiembre— sin comprometerse explícitamente a una senda de recortes automática. La incertidumbre en torno al impacto de los aranceles estadounidenses y la evolución de los salarios mantendrá la cautela en la comunicación, pero la presión para actuar ha disminuido. El BCE afronta así una ventana de oportunidad para aliviar el tono restrictivo de su política, al tiempo que preserva credibilidad frente a los desafíos estructurales que siguen lastrando el crecimiento del bloque.
- **Producción industrial del mes de abril en Alemania y Francia (6-jun).** Los datos de producción industrial que se publicarán esta semana en Alemania y Francia ofrecerán una lectura dispar del pulso manufacturero en las

dos mayores economías de la eurozona. En Alemania, tras el fuerte repunte del 3,0% mensual registrado en marzo, se anticipa una corrección del -0,9% en abril, reflejando el efecto arrastre del adelantamiento de pedidos antes de la imposición de aranceles estadounidenses. En contraste, en Francia se espera un dato plano, tras el leve repunte del 0,2% de marzo. Ambos datos serán clave para evaluar si la industria europea puede consolidar una estabilización tras más de un año de debilidad persistente, especialmente en un contexto en el que la política monetaria del BCE cada vez es más acomodaticia.

- **Ventas minoristas de abril en la eurozona (6-jun).** Las ventas minoristas de la eurozona correspondientes al mes de abril se espera que muestren una leve recuperación, con un crecimiento mensual del 0,2% tras la caída del -0,1% registrada en marzo. Esta mejora, aunque modesta, reforzaría la idea de que el consumo privado comienza a estabilizarse en un entorno de progresiva desinflación y mejora de los ingresos reales. En términos interanuales, se mantendría un avance del 1,5%, encadenando así diez meses consecutivos en positivo, gracias en parte al impulso del comercio electrónico y el mayor dinamismo de algunos mercados laborales nacionales. No obstante, el dato también reflejaría un consumo todavía prudente, condicionado por la incertidumbre geopolítica, el encarecimiento de algunos servicios y la debilidad persistente de la confianza de los hogares.

En EE.UU.:

- **ISM manufacturero del mes de mayo (2-jun).** El índice ISM manufacturero de Estados Unidos correspondiente a mayo se espera que haya repuntado hasta los 49,5 puntos, desde los 48,7 de abril. Esta mejora, aún dentro del territorio contractivo, reflejaría una estabilización parcial en el sector tras varios meses de debilidad, apoyada por avances en los subíndices de nuevos pedidos, empleo y envíos observados en las encuestas regionales de la Reserva Federal. La lectura también podría recoger cierta mejora derivada del retraso en la aplicación de los aranceles “Día de la Liberación”, lo que habría aliviado momentáneamente las presiones en la cadena de suministro. Sin embargo, el componente de precios pagados será clave para calibrar el impacto de la política comercial sobre las presiones de costes.
- **Encuesta de rotación laboral y puestos de trabajo vacantes del mes de abril (3-jun).** El informe JOLTS de abril, que se publicará el martes, aportará nueva evidencia sobre el estado del mercado laboral estadounidense, en un momento en que los indicadores de actividad sugieren una progresiva normalización del dinamismo del mercado de trabajo. Se espera que las vacantes bajen ligeramente hasta los 7,06 millones, desde los 7,19 millones del mes anterior, lo que situaría la ratio de vacantes por desempleado por debajo de 1,0 por primera vez en cuatro años. Esta evolución confirmaría que, si bien las empresas siguen mostrando cierta reticencia a despedir, también están adoptando una postura más cauta a la hora de contratar, en un entorno de elevada incertidumbre sobre la política comercial y de costes crecientes asociados a los aranceles. Los indicadores de empleo recogidos por los PMIs y las encuestas regionales de la Fed apuntan también a un enfriamiento gradual de la demanda de trabajo.
- **ISM no manufacturero del mes de mayo (4-jun).** El índice ISM de servicios de Estados Unidos correspondiente a mayo se espera que haya repuntado ligeramente hasta los 52,1 puntos desde los 51,6 registrados en abril, señalando una expansión moderada de la actividad en el sector terciario. Esta mejora reflejaría, en parte, una mayor orientación hacia el aprovisionamiento interno por parte de las empresas, en respuesta a la creciente incertidumbre vinculada a la política arancelaria. No obstante, el componente de empleo podría seguir mostrando debilidad relativa, lo que sugiere que las empresas continúan siendo prudentes a la hora de ampliar

plantilla. La atención del mercado estará puesta también en los subíndices de precios, que podrían ofrecer señales sobre el grado de traslación de los costes arancelarios a los servicios finales.

- **La Fed publica el Libro Beige de junio (4-jun).** El Libro Beige de la Reserva Federal correspondiente a junio aportará una panorámica cualitativa sobre la evolución reciente de la actividad económica en los distintos distritos del sistema, con especial atención al impacto de la tregua arancelaria con China anunciada a mediados de mayo. Aunque se espera que el tono general siga reflejando una expansión moderada, los analistas buscarán indicios sobre la disposición de las empresas a trasladar los costes derivados de los aranceles a los consumidores, así como sobre las condiciones del mercado laboral, que muestran señales de enfriamiento progresivo. También será relevante observar si mejora la percepción sobre el consumo tras los últimos datos de confianza del consumidor y si la presión salarial comienza a moderarse. La Reserva Federal —y en particular el presidente Jerome Powell, que suele otorgar gran peso a los testimonios del Libro Beige— utilizará esta información para calibrar los riesgos en un entorno de actividad tibia, inflación contenida y elevada incertidumbre comercial. En este contexto, el documento podría reforzar la narrativa de “esperar y ver” que actualmente domina la estrategia del banco central.
- **Balanza comercial del mes de abril (5-jun).** La balanza comercial de bienes y servicios de Estados Unidos correspondiente a abril se espera que registre una fuerte mejora, con un déficit que podría reducirse hasta los 66.500 millones de dólares, muy por debajo del saldo negativo de 117.300 millones observado en marzo. Esta drástica corrección se explica fundamentalmente por el desplome récord de las importaciones de bienes, que ya fue recogido en los indicadores adelantados y refleja el fuerte adelanto de compras registrado en marzo ante la inminente imposición de nuevos aranceles. Por el lado de las exportaciones, se prevé una evolución más estable, con un avance adicional tras el repunte del 3,4% del mes anterior. Aunque el dato podría interpretarse como un alivio puntual, el componente estructural del déficit sigue condicionado por la fortaleza del consumo doméstico, la evolución del dólar y el incierto panorama comercial.
- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (5-jun).** Las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo en Estados Unidos habrían descendido levemente hasta las 235.000 peticiones en la última semana de mayo, desde las 240.000 registradas previamente, según las previsiones del consenso. Aunque estos datos tienden a mostrar cierta volatilidad alrededor de festivos como el Memorial Day, la media móvil de cuatro semanas — más estable— apunta a un nivel en torno a 231.000, compatible con un mercado laboral que se enfría, pero sin señales de deterioro abrupto.
- **Informe de empleo del mes de mayo (6-jun).** El informe de empleo de Estados Unidos correspondiente a mayo será una de las referencias fundamentales de la semana, y podría confirmar que el mercado laboral continúa desacelerándose de forma progresiva. Se espera que la economía haya generado en torno a 125.000 nuevos empleos no agrícolas, una cifra claramente inferior a la media de los últimos meses, y que refleja un enfriamiento notable en sectores sensibles al ciclo, especialmente ocio y hostelería. Por su parte, la tasa de desempleo habría repuntado hasta el 4,3%, mientras que el crecimiento de los salarios por hora se mantendría moderado en torno al 3,7% interanual. Estos datos apuntarían a un mercado laboral menos tensionado, aunque aún lejos de niveles que justifiquen una intervención inmediata por parte de la Reserva Federal. En conjunto, el informe serviría para reforzar la idea de que la economía estadounidense se encuentra en una fase de ajuste suave, con menor presión sobre los precios y un entorno laboral todavía resistente, pero más equilibrado.

Mercados

A partir del lunes 2 de junio, vamos a adoptar una postura más cauta en nuestras carteras, reduciendo la exposición a renta variable desde sobreponderar a neutral. Esta decisión responde a una combinación de factores fundamentales, técnicos y macroeconómicos que, en conjunto, apuntan a un deterioro del perfil de rentabilidad ajustada al riesgo de la renta variable global. En primer lugar, se empiezan a observar ciertos indicios de desaceleración en la economía estadounidense. Esta semana, podríamos recibir nuevas evidencias de esto, ya que se publica una batería de referencias fundamentales como el informe de empleo de mayo y la encuesta JOLTS, para las que se espera un debilitamiento.

A este enfriamiento se suma un contexto geopolítico y regulatorio cada vez más incierto. La situación comercial sigue condicionada por los aranceles aún vigentes y el proceso judicial en curso que afecta a parte de ellos, lo que mantiene elevada la inseguridad en torno a las reglas de juego globales. Además, el riesgo fiscal ha vuelto a primer plano, con especial protagonismo en Estados Unidos y Japón. En ambos casos, las dinámicas de déficit y deuda están empezando a reflejarse en los tramos largos de las curvas de tipos, empujando los rendimientos al alza y elevando el coste del capital para empresas y gobiernos. Esta presión sobre los tipos dificulta la sostenibilidad de valoraciones elevadas, particularmente en un entorno sin nuevos estímulos fiscales ni monetarios de relevancia.

Las valoraciones actuales, de hecho, son exigentes: muchos índices han recuperado sus máximos históricos impulsados más por la ausencia de malas noticias que por una mejora tangible de los fundamentales. Desde una perspectiva técnica, el comportamiento estacional de los meses de verano —habitualmente menos favorable en términos de rentabilidad y caracterizado por mayor volatilidad— refuerza la conveniencia de una mayor prudencia táctica. La inflación subyacente continúa mostrando persistencia, y el posible efecto de los aranceles sobre los precios en los próximos meses podría limitar aún más el margen de maniobra de la Fed, cuya retórica se ha tornado más prudente.

En el plano geopolítico, continúan sin resolverse focos de tensión relevantes en Ucrania, Oriente Medio y China, manteniendo un riesgo de cola elevado que podría seguir presionando a los mercados. Por otro lado, aunque la campaña de resultados del primer trimestre ha sido sólida en términos agregados, muchas compañías han retirado o ajustado a la baja sus guías para el conjunto del año, señal de una visibilidad empresarial muy limitada. Resulta particularmente llamativo que la recuperación completa del mercado bajista se haya producido sin el respaldo de estímulos monetarios o fiscales, algo que, históricamente, es poco frecuente.

En conjunto, este entorno sugiere la conveniencia de una pausa táctica. Reequilibrar las carteras hacia una exposición neutral permite gestionar mejor el binomio rentabilidad-riesgo sin renunciar a la flexibilidad necesaria para volver a incrementar la exposición en caso de correcciones o mayor claridad macroeconómica. La subida del 22% en los mercados desde los mínimos de abril se ha apoyado, más que en una mejora estructural, en la simple evitación de escenarios extremos. Esta revalorización, sin el acompañamiento de estímulos adicionales y en medio de un repunte de riesgos fiscales, justifica una toma parcial de beneficios. Mantenemos, no obstante, una visión constructiva para el conjunto de 2025 y la convicción de que surgirán nuevas oportunidades de reposicionamiento a lo largo del segundo semestre.

Por último, este cambio de posicionamiento afecta a las carteras gestionadas de Banca Privada, mientras que las carteras asesoradas de Banca Privada y gestionadas y asesoradas de Patrimonios y Asesoramiento Plus, implementarán la reducción del riesgo a través de una menor duración en el componente de renta fija estadounidense.

CONTENIDOS DE LA PRESENTACION BBVA

La presente documentación se suministra solo con fines informativos y no constituye ni puede interpretarse como una oferta, invitación o incitación para la venta, compra o suscripción de valores, productos o servicios financieros, ni su contenido constituirá base de ningún contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Las opiniones, estimaciones, predicciones, recomendaciones o estrategias de inversión que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pudieran sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados, sin que BBVA se obligue a revisarlas públicamente en el caso que se produzcan cambios de estrategia, de intenciones o de acontecimientos no previstos que puedan afectar a las mismas.

Los servicios, productos, opiniones, predicciones, estimaciones y estrategias que pueda contener la presente documentación pueden no ser adecuadas para los inversores por razón de su específica posición jurídica o financiera u objetivos de inversión, y en ningún caso conllevan que se esté prestando asesoramiento jurídico, contable o fiscal alguno. A tal efecto se recomienda a los inversores que obtengan asesoramiento específico y especializado de sus asesores. Algunos productos o servicios se presentan a título de ejemplo, por lo que pueden no contar con una disponibilidad inmediata o con posibilidad de ser ofrecidos.

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas, pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. Los servicios, productos y precios que pueda contener el presente documento pueden sufrir modificaciones o cambiar sin previo aviso. Las alusiones a rentabilidades pasadas no presuponen, predisponen o condicionan rentabilidades futuras.

BBVA o alguna entidad de su Grupo pueden tener una posición en cualquiera de los valores objeto directa o indirectamente de este documento, o pueden negociar por cuenta propia o ajena con tales valores, o prestar servicios de asesoramiento, colocación o de otro tipo al emisor de los valores mencionados o a compañías vinculadas al mismo o tener otros intereses o realizar transacciones con dichos valores.

La presente documentación y la información contenida en la misma no sustituye ni modifica la contenida en la preceptiva documentación correspondiente a los distintos productos y servicios.