



Asset Management

# Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

**Semana del 14 al 18 de julio de 2025**

Madrid, 14 de julio de 2025



Mejor Equipo de Asset  
Allocation y Multiactivos  
en Gestora Nacional 2025



Mejor Equipo de  
Sostenibilidad en  
Gestora Nacional 2025



Mejor Selector/a de fondos  
**Patricia Gutiérrez**



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	182,8	-1,03%	1,11%	1,09%	7,61%	5,52%
	EUROSTOXX 50	5.383,5	-1,01%	1,79%	1,51%	9,96%	8,56%
	UK	8.941,1	-0,38%	1,34%	2,06%	9,40%	9,12%
	ALEMANIA	24.255,3	-0,82%	1,97%	1,45%	21,83%	31,77%
	FRANCIA	7.829,3	-0,92%	1,73%	2,13%	6,08%	3,38%
	ESPAÑA	14.009,2	-0,94%	0,26%	0,12%	20,82%	26,53%
	ITALIA	40.077,9	-1,11%	1,15%	0,72%	17,23%	16,82%
USA	S&P 500	6.259,8	-0,33%	-0,31%	0,88%	6,43%	11,11%
	S&P 100	3.073,8	-0,22%	-0,24%	0,92%	6,35%	11,46%
	NASDAQ	20.585,5	-0,22%	-0,08%	1,06%	6,60%	10,39%
	DOW JONES	44.371,5	-0,63%	-1,02%	0,63%	4,30%	11,71%
JAPÓN	NIKKEI	39.569,7	-0,19%	-0,61%	-2,27%	-0,81%	-5,41%
EMERGENTES (1)	GLOBAL	624,3	-0,24%	0,30%	0,91%	-1,65%	3,31%
	EUROPA	52,7	0,17%	-0,45%	0,83%	29,91%	20,29%
	ASIA	476,1	0,13%	1,56%	2,04%	3,10%	7,07%
	LATAM	1.944,8	-0,79%	-4,20%	-2,22%	8,64%	-8,52%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.046,8	-0,42%	-0,36%	0,51%	9,14%	11,99%

		TIPOS DE INTERÉS				
		USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses		4,33	1,95	1,84	4,18	0,41
1 Año		4,07	1,98	1,81	3,80	0,61
3 Años		3,86	2,23	2,04	3,87	0,83
5 Años		3,97	2,53	2,29	4,04	1,05
10 Años		4,41	3,33	2,73	4,62	1,52
30 Años		4,95	4,15	3,23	5,43	3,06

		DIVISAS					
		Valor	Día	Semana	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Eur/Dólar		1,17	-0,10%	-0,76%	-0,83%	12,89%	7,93%
Eur/Yen		172,30	0,68%	1,25%	1,48%	5,85%	-1,60%
Eur/Libra		0,87	0,56%	0,39%	0,95%	4,71%	2,80%

\* Rentabilidades expresadas en euros en rv emergente

\* Datos de cierre 11-jul.-25

		MATERIAS PRIMAS					
		Valor	Día	Ult. 7 días	Mes	Año	Ult. 12 mes.
Petróleo		70,4	2,51%	3,02%	4,07%	-5,73%	-17,30%
Oro		3355,6	0,95%	0,55%	1,59%	27,86%	41,51%
Metales		126,1	-0,70%	0,95%	4,43%	-1,60%	-12,95%

## Cierre Semanal

La política comercial estadounidense ha entrado en una fase de aguda incertidumbre. A medida que se extiende el plazo para aplicar nuevas tarifas recíprocas, los mensajes desde Washington se vuelven cada vez más contradictorios. Aunque solo se han alcanzado acuerdos con Reino Unido y Vietnam, se han enviado cartas a otros países con los aranceles que entrarían en vigor el 1 de agosto, manteniendo en esencia las tasas anunciadas durante el llamado "Día de la Liberación". Esta aparente continuidad contrasta con las señales mixtas emitidas por el presidente Trump, quien ha afirmado que no habrá más prórrogas, aunque en otras declaraciones dejó entrever que aún no ha tomado una decisión definitiva.

En paralelo, se intensifican los casos excepcionales. A Brasil se le ha amenazado con un arancel del 50%, justificado no por razones comerciales, sino por cuestiones políticas internas, como el juicio al expresidente Bolsonaro y la supuesta censura de redes sociales estadounidenses. Del mismo modo, se ha planteado imponer un arancel del 10% a los países BRICS por su presunto intento de socavar el papel del dólar como moneda de reserva. Este giro hacia el uso de tarifas con fines políticos marca un punto de inflexión en la política comercial, ampliando la incertidumbre sobre qué países podrían ser sancionados y con qué intensidad.

Canadá, hasta ahora relativamente al margen, también ha sido arrastrada al conflicto con la amenaza de un nuevo arancel del 35%, potencialmente en reemplazo del impuesto actual del 25% relacionado con el fentanilo. Aunque se ha asegurado que las mercancías protegidas por el tratado USMCA seguirían exentas, la falta de confirmación oficial deja abiertas muchas dudas.

Los aranceles sectoriales también se han expandido. El cobre ha sido el primero en verse afectado, con una tasa del 50%, argumentando motivos de seguridad nacional y el deseo de promover la producción doméstica. Aunque su impacto directo es limitado por su escasa participación en las importaciones totales, sienta un precedente que podría extenderse a sectores estratégicos como los semiconductores y la industria farmacéutica. En este último caso, el propio Trump ha insinuado tarifas de hasta el 200%, lo que tendría consecuencias significativas para los precios y las cadenas de suministro.

Para terminar de complicar el panorama, durante el fin de semana, el republicano anunció nuevos aranceles del 30% para las importaciones procedentes de México y la Unión Europea, a partir del 1 de agosto, lo que supone una escalada directa en la estrategia comercial de la Casa Blanca. Aunque Trump ha dejado abierta la puerta a ajustes si se logran acuerdos "mejores" antes de esa fecha, el tono de las cartas dirigidas a los gobiernos de ambas regiones refleja una voluntad de imponer condiciones más que de buscar compromisos recíprocos. En el caso de la UE, la medida corta de raíz el optimismo que había surgido tras los avances de la última semana, y amenaza con desequilibrar aún más las relaciones transatlánticas, ya tensionadas por la presión arancelaria en sectores como el automóvil, el acero o la energía. Para México, la amenaza llega en plena reactivación de los canales bilaterales, con un nuevo grupo de trabajo recién constituido, y pese a que el país ya coopera en temas de seguridad y migración.

Sin embargo, en este contexto de tensiones y amenazas, los mercados financieros parecen sorprendentemente indiferentes. A pesar del notable incremento en el riesgo de que las tarifas vuelvan a los niveles máximos del 2 de abril, los principales índices bursátiles siguen en máximos históricos. Nvidia ha alcanzado una valoración de 4 billones de dólares, empujando al S&P 500 a cotas que representan ya casi la mitad del PIB global anual. Solo activos directamente afectados por las últimas noticias, como el cobre o el real brasileño, han reaccionado con fuerza.

Este optimismo bursátil parece apoyarse en dos pilares. Primero, los datos económicos siguen mostrando resiliencia: ni la inflación ni el empleo han reflejado aún efectos negativos atribuibles a los aranceles. Segundo, existe la percepción de que, al ser decisiones unilaterales de la presidencia, las tarifas pueden ser revertidas fácilmente si sus consecuencias resultan dañinas. Esta idea actúa como una especie de red de seguridad para los inversores.

No obstante, este fenómeno podría generar un bucle de validación mutua: si los mercados interpretan las tarifas como inofensivas y reaccionan positivamente, esto podría alentar al presidente norteamericano a seguir endureciendo su postura. En efecto, Trump ha declarado recientemente que el mercado está respondiendo bien a su política, lo cual podría reforzar su convicción de aplicar nuevas medidas disruptivas.

La aparente contradicción entre la euforia bursátil y la caída de los rendimientos de los bonos del Tesoro a corto plazo sugiere una inconsistencia de fondo. Mientras las acciones descuentan un crecimiento robusto, los bonos anticipan recortes de tipos por parte de la Fed. Esta visión optimista solo se sostendría si la inflación continúa desacelerándose a pesar del aumento de los aranceles, un escenario posible pero poco probable, dada la magnitud del aumento tarifario.

Además, el crecimiento económico muestra ya signos de desaceleración. El gasto del consumidor se ralentizó en el primer trimestre y la inversión en activos fijos, salvo un repunte puntual en equipos informáticos, ha sido débil. Del mismo modo, los preanuncios empresariales de cara a la campaña de resultados del segundo trimestre también reflejan una percepción más negativa sobre el gasto de capital.

Sin embargo, no se espera que los próximos datos interrumpen este escenario. La inflación de junio en Estados Unidos debería mantenerse contenida, con aumentos modestos en bienes y servicios. Se prevé que los efectos más notorios de los aranceles comiencen a notarse a partir de julio y alcancen su pico en septiembre. Mientras tanto, el estímulo fiscal derivado del "One Big Beautiful Bill" podría dar cierto apoyo al crecimiento, aunque su efecto será limitado por su bajo multiplicador, especialmente en el caso de los recortes de impuestos corporativos.

En este panorama, la política comercial se convierte en el principal foco de incertidumbre. Su desarrollo condicionará no solo la trayectoria de los mercados y la economía, sino también el margen de acción de la Reserva Federal, cada vez más presionada por un gobierno que prioriza la reducción del coste de la deuda pública sobre el control de la inflación. El riesgo de dominancia fiscal se cierne sobre el horizonte, en un entorno donde el pasado se convierte en referencia: un tiempo en el que los aranceles financiaban al Estado y los tipos de interés eran fijados con fines políticos más que económicos.

## Renta Variable

La semana bursátil global volvió a ofrecer una lección de aparente inmunidad frente al riesgo. A pesar de una ligera corrección en los principales índices estadounidenses —el S&P 500 cedió un 0,31% en los últimos siete días y el Dow Jones cayó un 1,02%— el contexto general sigue marcado por una solidez sorprendente. Con la tregua arancelaria ya vencida y nuevas amenazas comerciales sobre la mesa, los mercados no solo han resistido el embate, sino que mantienen valoraciones que hace apenas tres meses habrían parecido extravagantes. El S&P 500, por ejemplo, cotiza hoy en torno a los 6.260 puntos, un 30% por encima de su nivel previo al anuncio de la moratoria arancelaria de abril, y sin que el conflicto subyacente se haya resuelto.

El repunte no es exclusivo del mercado estadounidense. En Europa, los índices también han mostrado avances significativos en lo que va de mes, con subidas acumuladas de entre el 0,7% y el 2,1%, pese al retroceso diario generalizado del viernes. Alemania lidera el año con una revalorización del 21,8%, seguida por España e Italia. Incluso los emergentes, aunque con más dispersión —Latinoamérica cayó más de un 4% esta semana—, muestran rendimientos positivos en el año. En conjunto, el MSCI Mundial acumula una subida del 9,1% en 2025, con una volatilidad implícita que permanece contenida.

¿Cómo es posible que un entorno repleto de incertidumbres, incluidas amenazas explícitas de aranceles que podrían alcanzar máximos no vistos desde comienzos del siglo XX, no haya erosionado la confianza de los inversores? Hay varias explicaciones. Una de las más extendidas es el famoso “TACO trade”: la convicción de que Trump, como en ocasiones anteriores, se echará atrás antes de infligir daño económico real. La historia reciente ha reforzado esta percepción de reversibilidad táctica, donde las amenazas generan titulares, pero pocas veces se traducen en medidas sostenidas.

Otros argumentos tienen que ver con una narrativa alternativa en la que los aranceles no solo no serían perjudiciales, sino incluso beneficiosos. Desde esta óptica, podrían mejorar la balanza comercial, estimular el reshoring y contribuir al fortalecimiento de la base industrial estadounidense, a la vez que refuerzan los ingresos fiscales. De hecho, el aparente respaldo del mercado se interpreta por algunos actores como un voto de confianza a esa estrategia.

Pero hay más factores. La liquidez global sigue siendo elevada, filtrándose hacia todo tipo de activos, desde criptomonedas hasta acciones tecnológicas, pasando por materias primas y ETFs apalancados. Bitcoin, por ejemplo, superó esta semana los 118.000 dólares. Además, persiste una fe casi ciega en que, si las cosas se tuercen, la Reserva Federal acudiría al rescate.

Esta confianza en una “put de la Fed” tácita actúa como red de seguridad para los inversores más agresivos.

También está la cuestión tecnológica. El entusiasmo por la inteligencia artificial sigue siendo un potente catalizador de sentimiento, con la expectativa de que una revolución productiva justifique múltiplos elevados y disipe cualquier preocupación coyuntural. La narrativa de fondo es que, en un mundo impulsado por avances exponenciales, los riesgos políticos o comerciales pierden relevancia.

Paradójicamente, esta estabilidad puede estar alimentando su propia fragilidad: hemos llegado al mismo punto de hace tres meses —un mundo en pleno conflicto comercial— pero con precios un 30% más altos. El riesgo, entonces, no es tanto el contenido de las amenazas, sino que el mercado se haya vuelto insensible a ellas. Una especie de círculo de validación donde cada subida refuerza la idea de que no hay nada que temer, lo que a su vez alienta al presidente a elevar aún más las apuestas. La pregunta es hasta cuándo podrá sostenerse esta aparente invulnerabilidad sin que aparezcan grietas. Por ahora, los toros siguen ganando.

## Renta Fija

Las rentabilidades de la deuda pública repuntaron a ambos lados del Atlántico durante la última semana. De esta forma, el bono a 10 años estadounidense cerró con un rendimiento del 4,41%, frente al 4,34% de la semana precedente. Por su parte, el tipo del bono alemán con el mismo vencimiento alcanzó el 2,72%, frente al 2,61% anterior. Como vemos, el repunte de rentabilidades ha sido más intenso en Europa.

En el caso estadounidense, el tono de las últimas actas del FOMC, en las que algunos miembros se mostraron abiertos a discutir recortes de tipos ya en julio, ha contribuido a contener el rendimiento de los bonos soberanos. También ha contribuido de forma decidida el buen comportamiento de las subastas soberanas más recientes. Sin embargo, el equilibrio sigue siendo frágil. La escalada arancelaria amenaza con trasladarse progresivamente a los precios, y si los datos de inflación empiezan a reflejar con mayor claridad ese impacto, la narrativa de una Fed más acomodaticia podría diluirse. Esto provocaría no solo un desplazamiento al alza de la curva, sino también una revisión en las expectativas de diferenciales, especialmente frente a Europa.

A este lado del Atlántico, el mercado empieza a descontar con mayor claridad el impacto de una política fiscal más expansiva en Alemania, combinada con la incertidumbre que genera el

conflicto comercial global. Este contexto ha devuelto el impulso alcista a las rentabilidades del bono alemán, que venían de niveles muy comprimidos. La mayor sensibilidad de las curvas europeas a factores externos también actúa como fuerza de tensión adicional.

En el caso de la periferia europea, las primas de riesgo se han mantenido básicamente estables, con un repunte marginal en la prima italiana y un descenso en la española, tras la aparente estabilidad política que implica que Sánchez no se plantee convocar elecciones de inmediato. La reducción del riesgo global ha actuado como amortiguador, pero los factores locales y el aumento de la tensión arancelaria podrían presionar al alza los diferenciales soberanos si el entorno se torna más adverso.

Por motivos técnicos puntuales, esta semana no podemos ofrecer la evolución completa de los índices de referencia de la renta fija europea, aunque la evolución de las rentabilidades y los diferenciales de crédito, implican una mala semana para los precios de los bonos soberanos y una mejor evolución relativa de la deuda corporativa.

## **Materias primas**

Durante la última semana, el comportamiento de las materias primas ha estado marcado por una recuperación moderada, aunque desigual entre activos. El petróleo lideró las subidas, con un avance del 3,02% semanal que lo llevó a cerrar en 70,4 dólares por barril. Esta mejora se explica en parte por el repunte del viernes, cuando ganó un 2,5%, impulsado por factores técnicos, a pesar del incremento anunciado en la producción por parte de la OPEP+. El oro, por su parte, mantuvo su atractivo como activo refugio en un entorno de incertidumbre comercial, registrando una ganancia semanal del 0,55% y acumulando una revalorización del 27,9% en lo que va de año. En contraste, los metales industriales se comportaron de forma más errática: aunque repuntaron un 0,95% en la semana, cedieron un 0,7% en la última sesión y acumulan un retroceso superior al 12% en los últimos doce meses, reflejo de una demanda global aún contenida y de las distorsiones provocadas por la guerra arancelaria.

## **Divisas**

En el mercado de divisas, el euro mostró un comportamiento mixto durante la semana. Frente al dólar, retrocedió un 0,76% hasta situarse por debajo de los 1,17 dólares, penalizado por las tensiones arancelarias. Esta corrección se produce pese al notable avance acumulado en lo que va de año. Por el contrario, el euro se apreció frente al yen japonés y también se fortaleció

ligeramente frente a la libra esterlina. En conjunto, el movimiento del euro refleja tanto la volatilidad asociada a las expectativas de tipos como la creciente sensibilidad del mercado de divisas al devenir de la política comercial global.

## **Datos macroeconómicos publicados en Europa**

La agenda macroeconómica europea tuvo una muy escasa relevancia, aunque el buen dato de producción industrial en Alemania fue suficiente para que el índice de sorpresas económicas repuntara en el cómputo semanal.

En el mundo de las encuestas, la confianza del inversor en la eurozona registró en julio su mejor lectura desde febrero de 2022, según el índice Sentix, que subió hasta 4,5 puntos desde los 0,2 en junio, impulsado tanto por la mejora de la percepción actual como de las expectativas a seis meses.

En otro orden de cosas, la lectura final del IPC armonizado de junio en Alemania no deparó sorpresas y se mantuvo el 2,0% interanual de la estimación preliminar. Sin embargo, la inflación armonizada en Francia se revisó una décima al alza, hasta el 0,9% interanual.

En cuanto a los datos de actividad real de mayo, las exportaciones alemanas sufrieron una contracción del 1,4% en mayo, por debajo de las previsiones del mercado, que anticipaban una caída más moderada del 0,5%. Este retroceso se debió en gran parte al desplome de los envíos hacia Estados Unidos, que descendieron más de un 10% y alcanzaron su nivel más bajo en más de tres años, en medio de las crecientes amenazas arancelarias de Trump.

En contraste, la producción industrial de mayo en Alemania sorprendió al alza con un repunte del 1,2% mensual, muy por encima de las expectativas, impulsada previsiblemente por un adelanto de pedidos ante el riesgo de nuevos aranceles estadounidenses. Sin embargo, la producción industrial de mayo en Italia retrocedió un 0,7%, por debajo del 0,2% que había previsto el consenso de analistas.

En el Reino Unido, la economía volvió a contraerse en mayo, encadenando su segundo mes consecutivo de retroceso. El PIB se redujo un 0,1%, tras la caída del 0,3% registrada en abril, lo que aleja las expectativas de una recuperación inmediata. El dato refleja el lastre combinado de las tensiones comerciales con Estados Unidos, la reciente subida de impuestos y el encarecimiento de precios regulados como la energía o el agua. El dato supone un revés político para el gobierno de Keir Starmer, que ve cómo el impulso del primer trimestre se disipa rápidamente.

Por último, las ventas minoristas de mayo en la eurozona salieron marginalmente por debajo de lo esperado, con una lectura del -0,7% mensual.

## **Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos**

En Estados Unidos, tampoco se publicaron referencias macroeconómicas interesantes.

En lo que a los indicadores adelantados respecta, el índice de sentimiento de las pequeñas empresas se alineó exactamente con las expectativas y se situó en los 98,6 puntos, desde los 98,8 anteriores.

Quizá lo más importante de la semana fue la publicación de las actas de la reunión de la Reserva Federal del mes de junio, donde se reveló una creciente división entre los miembros del FOMC sobre el impacto de los aranceles en la inflación. Mientras algunos ven un efecto puntual y transitorio, la mayoría alertó del riesgo de una presión más persistente sobre los precios.

En el mundo laboral, las solicitudes semanales de subsidios por desempleo retrocedieron por cuarta semana consecutiva, hasta un total de 227.000 peticiones, por debajo de las 235.000 que esperaba el mercado.

## **Datos macroeconómicos publicados en Asia**

En China, el IPC de junio registró una lectura del 0,1% interanual, cuando se esperaba un retroceso del -0,1%. Se trata de la primera lectura de precios positiva en cinco meses. Sin embargo, los precios de producción quedaron bastante por debajo de lo esperado, con una lectura del -3,6% interanual. El IPP chino lleva 33 meses consecutivos cotizando en territorio negativo.

# Catalizadores Semanales

La semana que comienza estará marcada por una agenda macroeconómica muy interesante. En EE. UU., el foco estará en el IPC de junio, que se espera nuevamente contenido. Las ventas minoristas, por su parte, previsiblemente repetirán el perfil plano de mayo, apuntando a un consumo algo más moderado. A ello se suma el inicio de la campaña de resultados empresariales del segundo trimestre, que servirá de test para evaluar si las valoraciones actuales encuentran respaldo en los beneficios reales. En paralelo, las amenazas comerciales de Trump se intensifican, con un clima diplomático cada vez más tenso entre Washington y sus principales socios.

## En España:

- **Ventas de viviendas del mes de mayo (15-jul).** En el mes de abril, el mercado inmobiliario español mostró una corrección significativa tras el fuerte repunte registrado en marzo. Las ventas de viviendas descendieron un 13,5% en términos mensuales, hasta un total de 54.318 operaciones, una caída que fue especialmente intensa en el segmento de vivienda nueva (-21,6%), mientras que la segunda mano retrocedió un 11,1%. Pese a ello, en términos interanuales, las cifras siguen en terreno positivo, con un crecimiento del 2,3% frente al mismo mes de 2024. De cara a mayo, cabe esperar una cierta estabilización o incluso una recuperación moderada, dado el patrón estacional habitual del mercado residencial español, que tiende a ganar tracción a medida que avanza la primavera. El buen tono del mercado laboral, el alivio de los tipos hipotecarios a lo largo del segundo trimestre y el dinamismo relativo de la demanda de vivienda nueva podrían actuar como factores de soporte.
- **IPC final del mes de junio (15-jul).** También en la sesión del martes se publicarán los datos finales de inflación del mes de junio. No se esperan cambios respecto de la lectura preliminar, que mostró una aceleración de la tasa general desde el 2,0% al 2,2% interanual, una décima por encima de la proyección del consenso. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable en junio y registró también un crecimiento interanual del 2,2%. En general, estos datos siguen apuntando a una progresiva moderación de las tasas de inflación, en línea con la dinámica del resto de países de nuestro entorno.
- **Estadística hipotecaria del mes de mayo (18-jul).** Los datos hipotecarios correspondientes al mes de abril confirmaron la buena tónica que ha venido mostrando el mercado crediticio residencial en España durante los primeros meses de 2025. El número

total de hipotecas sobre viviendas creció un 14,4% interanual, hasta alcanzar las 39.176 operaciones, mientras que el capital prestado aumentó un notable 28,5%, señal de un incremento tanto en la actividad como en los precios medios. De cara al mes de mayo, cabría esperar que se mantuviera la fortaleza, en línea con el comportamiento típico de la temporada primavera-verano. Las condiciones financieras han seguido mostrando relajación en términos de tipos hipotecarios efectivos, y el tono general de la demanda, apoyado en un mercado laboral aún dinámico, sigue siendo constructivo.

- **Balanza comercial del mes de mayo (18-jul).** Con los datos de abril sobre la mesa, la balanza comercial española mostró un déficit de 3.882 millones de euros, ampliando la dinámica negativa acumulada en el año, que alcanza ya los 18.982 millones. Este deterioro sigue estando condicionado por una notable asimetría regional: mientras el comercio con Europa muestra superávit, los intercambios con Asia, América y África siguen arrojando saldos negativos, con especial incidencia en el déficit con China y otros países asiáticos no petroleros. De cara al mes de mayo, esperamos que el déficit siga convergiendo hacia su media de largo plazo, en el entorno de los 3.000 millones de euros mensuales, gracias a la estabilización de los precios del petróleo.

## En Europa:

- **Encuesta ZEW de sentimiento inversor de julio en Alemania (15-jul).** De cara a la publicación de la encuesta ZEW de julio en Alemania, las expectativas son moderadamente constructivas. La mejora reciente en los datos de producción industrial, junto a una cierta estabilización en el sentimiento empresarial (IFO), ha generado algo de tracción en los indicadores adelantados, lo que podría trasladarse a un nuevo avance del indicador de expectativas del ZEW, que ya en junio alcanzó su nivel más alto desde febrero de 2022. Sin embargo, el entorno económico sigue condicionado por múltiples frentes de incertidumbre: la fragmentación del comercio global, la debilidad persistente de la demanda de China y las tensiones comerciales con Estados Unidos podrían limitar el optimismo. El consenso del mercado ha previsto una lectura de 50,7 puntos en el indicador, desde los 47,5 anteriores.
- **Producción industrial de mayo en la eurozona (15-jul).** La producción industrial de la eurozona habría repuntado en mayo en torno al 0,7% mensual, tras el fuerte retroceso registrado en abril (-2,4%), gracias al impulso positivo procedente de Alemania. Sin embargo, el rebote responde en gran medida a factores técnicos y efectos de base, más que a una mejora sostenida de la demanda, como demuestra la debilidad persistente en

países como Francia o Italia. La amenaza de nuevos aranceles y la fortaleza del euro siguen lastrando al sector, por lo que, pese al alivio estadístico que pueda ofrecer el dato de mayo, el panorama para la industria europea continúa siendo frágil y con escaso margen de recuperación en el corto plazo.

- **IPC del mes de junio en Reino Unido (16-jul).** El IPC de junio en el Reino Unido, que se publicará esta semana, probablemente mantendrá su tasa interanual sin cambios en el 3,4%, según las previsiones de consenso. Se espera que las presiones al alza vengan principalmente del componente de alimentación y bebidas no alcohólicas, mientras que el dato de inflación en servicios podría moderarse ligeramente hasta el 4,5%, desde el 4,7% registrado en mayo, gracias a la desinflación en el alojamiento temporal. Aunque el nivel general de precios sigue por encima del objetivo del Banco de Inglaterra, la tendencia a la moderación, combinada con una progresiva normalización del mercado laboral, refuerza las expectativas de un recorte tipos en agosto.
- **IPC final del junio para el conjunto de la eurozona (17-jul).** El dato final del IPC de junio para la eurozona, que se publicará esta semana, debería confirmar la estimación preliminar de un avance interanual del 2,0%, alineado con el objetivo del Banco Central Europeo. La atención seguirá centrada en la evolución del componente de servicios, cuya inflación repuntó hasta el 3,3% en la primera lectura, lo que refleja la persistencia de presiones ligadas a los costes laborales. Aunque la tendencia general apunta a una moderación gradual de la inflación subyacente, la resistencia de los precios en los servicios sugiere que el proceso de desinflación será más lento. En este contexto, una confirmación del dato preliminar reforzaría la expectativa de nuevos recortes de tipos por parte del BCE a lo largo del segundo semestre, pero también justificaría un enfoque prudente en el ritmo del ciclo de relajación.

## En EE.UU.:

- **Encuestas manufactureras de Nueva York y de la Fed de Filadelfia del mes de julio (15/17-jul).** De cara a esta semana, las encuestas manufactureras regionales de Nueva York (Empire) y Filadelfia del mes de julio ofrecerán nuevas pistas sobre el tono de la actividad industrial en Estados Unidos, en un momento en que los efectos de los aranceles comienzan a trasladarse a la actividad empresarial. En el caso de Nueva York, se espera una mejora moderada del índice hasta los -9,6 puntos, desde los -16,0 anteriores, lo que seguiría reflejando contracción, pero a un ritmo más lento. Del mismo modo, el indicador de Filadelfia podría mejorar hasta los -1,5 puntos, desde los -4,0 del mes de junio. En

conjunto, ambos indicadores seguirían apuntando a una industria en retroceso, con un sentimiento todavía frágil y sensible al ruido comercial.

- **IPC del mes de junio (15-jul).** El IPC de junio en Estados Unidos, que se publicará esta semana, se espera que mantenga un perfil moderado, con un aumento mensual del 0,3% tanto en la tasa general como en la subyacente, lo que situaría las tasas interanuales en el 2,6% y el 2,9%, respectivamente, una décima por encima de las lecturas del mes de mayo. Aunque los efectos arancelarios podrían empezar a aflorar en algunas categorías de bienes, la inflación en servicios sigue mostrando señales de contención. Este patrón reforzaría la tesis de la Reserva Federal de que los efectos del reciente repunte arancelario aún no se han trasladado plenamente a los precios, y justificaría su enfoque paciente.
- **Índice de precios de producción del mes de junio (16-jul).** El índice de precios de producción (IPP) correspondiente al mes de junio en EE. UU., que se conocerá esta semana, probablemente mostrará un avance mensual del 0,2% en la tasa general y subyacente, tras el 0,1% registrado en ambos casos en mayo. Este repunte moderado reflejaría en parte el encarecimiento de algunos insumos industriales y ciertos efectos residuales ligados a la reactivación bursátil del segundo trimestre, aunque sin evidenciar aún un traspaso amplio de los aranceles al conjunto de precios de producción. A nivel interanual, las tasas se situarían en el 2,5% para el IPP general y en el 2,7% para la medida subyacente. Estos registros reforzarían la percepción de que la inflación de costes sigue contenida y que, por el momento, los riesgos de segunda ronda derivados del nuevo marco arancelario siguen limitados, aunque no del todo descartados.
- **Producción industrial del mes de junio (16-jul).** La producción industrial de Estados Unidos correspondiente al mes de junio probablemente registró un avance modesto, con una subida del 0,1% mensual en el índice general, tras el retroceso del 0,2% en mayo. Esta mejora se habría visto favorecida por el incremento estacional del consumo eléctrico, en un mes marcado por temperaturas superiores a la media. En cambio, la actividad manufacturera habría permanecido prácticamente estancada, reflejando una demanda aún contenida y cierta prudencia por parte de las empresas ante el entorno comercial incierto. La utilización de la capacidad instalada se mantendría en torno al 77,4%, en línea con los registros previos. En conjunto, el dato confirmaría que la industria estadounidense sigue operando con debilidad, aunque sin señales de deterioro abrupto.
- **Libro Beige de la Reserva Federal (16-jul).** El Libro Beige de la Reserva Federal, el documento preparatorio para la reunión del 31 de julio, podría describir una actividad económica prácticamente estancada desde el informe anterior, manteniendo el tono cauteloso de las últimas ediciones. Se espera que los distritos informen de condiciones mixtas, con una demanda empresarial y un gasto de los hogares que evolucionan de forma

desigual según sectores y regiones. En el mercado laboral, es previsible que se confirme una moderación adicional, con referencias a contrataciones más selectivas, menor rotación de personal y un enfriamiento progresivo de las presiones salariales. En cuanto a los precios, el documento probablemente recoja un ritmo de crecimiento moderado, aunque con menciones específicas al impacto de los aranceles, tanto en forma de subidas de costes como de márgenes bajo presión.

- **Ventas minoristas del mes de junio (17-jul).** Las ventas minoristas de Estados Unidos correspondientes al mes de junio probablemente mostraron un marginal avance del 0,1%, tras la caída del 0,9% registrada en mayo. El dato estaría afectado por una estabilización en las compras de bienes esenciales, como alimentación y productos de consumo básico, mientras que el gasto en automóviles, uno de los principales lastres del mes anterior, habría dejado de ejercer una presión negativa tan intensa. Excluyendo automóviles y gasolina, se espera un crecimiento mensual del 0,3%, lo que apuntaría a un consumo algo más modesto, pero aún resiliente en términos reales.
- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (17-jul).** Las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo en EE. UU., habrían repuntado de forma moderada y el consenso ha estimado un total de 233.000 peticiones, desde las 227.000 de la última semana. Con las solicitudes todavía en niveles bajos desde una perspectiva histórica, el dato seguiría apuntando a un mercado laboral que, aunque más equilibrado, conserva signos de fortaleza. La atención estará también en las solicitudes totales, que vienen mostrando un repunte más persistente y ofrecen una visión más precisa sobre la duración del desempleo.
- **Construcciones iniciales de viviendas y permisos de construcción del mes de junio (18-jul).** Las construcciones iniciales de viviendas en Estados Unidos habrían registrado un repunte del 3,1% en junio, según la estimación del consenso, tras la caída del 9,8% observada en mayo. Se estima que el número de viviendas iniciadas se habría situado en torno a los 1,295 millones (tasa anualizada), frente a los 1,256 millones del mes anterior. No obstante, el volumen de actividad seguiría siendo bajo en comparación con los niveles previos de los últimos años, reflejo del exceso de inventario acumulado tras el sobreesfuerzo constructor de 2023 y 2024. En paralelo, los permisos de construcción, indicador adelantado para el sector, habrían caído ligeramente hasta los 1,388 millones, lo que sugiere una planificación más conservadora por parte de los promotores ante una demanda cautelosa.
- **Confianza del consumidor del mes de julio, medida por la Universidad de Michigan (18-jul).** La lectura preliminar de julio del índice de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan probablemente muestre una ligera mejora respecto al mes anterior. Se espera una lectura de 61,4 puntos, desde los 60,7 registrados en junio. Este

avance se apoyaría en una percepción más favorable sobre la situación financiera personal, impulsada por la reciente fortaleza del mercado bursátil y la resiliencia del mercado laboral. Sin embargo, la recuperación del sentimiento estaría limitada por las renovadas tensiones comerciales. Además, las expectativas de inflación a un año podrían mantenerse elevadas, en torno al 5%, reflejando la persistencia de la incertidumbre sobre el coste de vida.

## Global:

- **PIB del segundo trimestre y batería macroeconómica del mes de junio en China (15-jul).** Los datos macroeconómicos que China publicará esta semana centrarán gran parte de la atención de los mercados. Se espera que el PIB del segundo trimestre se haya moderado hasta el 5,1% interanual, frente al 5,4% registrado en el primer trimestre, por los efectos de los aranceles que impuso Estados Unidos en el mes de abril. En cuanto a los datos de actividad de junio, se espera una caída de la producción industrial desde el 5,8% al 5,6% interanual. Del mismo modo, las ventas minoristas se habrían moderado con claridad y el consenso estima que pasarían del 6,4% al 5,2% interanual. Por su parte, la inversión en activos fijos seguiría mostrando debilidad, con un crecimiento acumulado del 3,6% en lo que va de año, una décima por debajo del dato de mayo. Sin embargo, la concesión de crédito podría haber repuntado, apoyada en un patrón estacional favorable y en la reducción del coeficiente de reservas bancarias por parte del Banco Popular de China.

## Mercados

El entorno económico, comercial y geopolítico actual sigue caracterizándose por una complejidad creciente, donde conviven señales de fortaleza en los mercados con una acumulación cada vez más densa de riesgos estructurales. En el frente político, la reciente andanada de amenazas arancelarias por parte del presidente Trump, que incluye nuevos gravámenes del 30% a México y la Unión Europea a partir del 1 de agosto, ha vuelto a poner de manifiesto la naturaleza imprevisible de la agenda comercial estadounidense, reabriendo frentes con socios estratégicos y ensombreciendo las perspectivas de crecimiento global. Al mismo tiempo, la Reserva Federal sigue atrapada entre una inflación que se modera lentamente y un mercado laboral que, aunque algo menos tenso, aún muestra fortaleza. La agenda macroeconómica de esta semana será especialmente relevante, con nuevos datos de inflación, actividad industrial y ventas minoristas, todos ellos llamados a ofrecer nueva información sobre el pulso de la economía estadounidense.

En paralelo, arranca una nueva temporada de presentación de resultados empresariales en EE. UU., con la gran banca liderando el calendario. El consenso apunta a un crecimiento interanual modesto de los beneficios por acción del S&P 500 (en torno al 2,8%), con lo que muchos analistas consideran que las estimaciones conservadoras actuales dejan margen para sorpresas positivas. De cumplirse esta expectativa, los resultados podrían actuar como catalizador de corto plazo para los mercados, especialmente si se refuerzan las narrativas de mejora de márgenes, normalización de inventarios y estabilidad del consumo.

Somos conscientes de que la inercia del mercado es poderosa y que podría seguir impulsando al alza a los principales índices bursátiles, incluso en ausencia de factores fundamentales que lo justifiquen. Sin embargo, observamos con preocupación la actual complacencia del mercado, habida cuenta de la creciente fragilidad que subyace bajo este aparente equilibrio. El mercado sigue aferrado a la idea de que Trump reculará antes de infligir daño real a la economía, pero el riesgo de accidente aumenta a medida que lo hace la retórica del republicano.

Ante este escenario, mantenemos nuestro posicionamiento cauteloso y profundamente diversificado. El entorno actual no exige alarmismo, pero sí un reconocimiento claro de los riesgos que se acumulan: tensiones políticas, fragmentación comercial, incertidumbre macroeconómica y falta de apoyo monetario por parte de la Reserva Federal. Aunque los activos de riesgo puedan seguir escalando el muro de la preocupación, no podemos descartar episodios de volatilidad y turbulencias. En consecuencia, la disciplina, la selectividad y la diversificación seguirán siendo nuestras principales herramientas de gestión en esta fase del ciclo.

## Contenidos de la presentación BBVA

La presente documentación se suministra 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 estrategia 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 de 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 puedan 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.