

Revisión de los mercados - Julio 2025



El comportamiento de los mercados bursátiles en este extraordinario año 2025 se acerca a las definiciones más metafóricas que se pueden encontrar: levitación, o algo parecido. Cabe señalar que los mercados de renta fija siguen la misma tendencia, con diferenciales de crédito en niveles históricamente bajos. Así, la guerra comercial desencadenada por Trump, los déficits presupuestarios a la vista, los riesgos geopolíticos, las amenazas que se ciernen sobre el crecimiento económico mundial y el desmantelamiento de las instituciones internacionales no han logrado frenar el optimismo de los inversores tras una primera semana de pánico en abril.

¡Buenas noticias?

Una visión a corto plazo y una capacidad innata para percibir las palancas del poder han permitido al presidente estadounidense triunfar en su política exterior. El bombardeo de Irán, en contra de la opinión de su base MAGA, ha apaciguado los temores de una escalada dramática del conflicto entre Israel e Irán. Desde que los aviones estadounidenses lanzaron bombas penetrantes sobre las instalaciones nucleares iraníes, el conflicto ha desaparecido de los titulares. La tregua es frágil, pero no deja de ser un éxito. En cuanto a la guerra en Ucrania, la situación también está evolucionando. Trump pensaba que podría conseguir un alto el fuego rápido gracias a sus buenas relaciones con el autócrata Putin. Sin embargo, tras varios intentos, cada uno marcado por una intensificación de los bombardeos rusos sobre Ucrania, el inquilino de la Casa Blanca comprendió que Putin se burlaba de él, y a Trump no le gusta parecer débil. El 16 de julio, dio 50 días a los rusos para llegar a negociaciones de paz. Al mismo tiempo, decidió vender nueva munición y misiles Patriot a la OTAN, que luego podrá transferirlos a Kiev. Luego, en un estilo típico de Trump, el presidente decidió reducir el plazo a 10 días el 29 de julio. Este cambio de actitud es espectacular. Cualquier evolución positiva, aunque no conduzca a una paz duradera, sería bien recibida por los mercados.



Presupuesto y comercio

En Estados Unidos se ha aprobado la llamada ley “Big Beautiful Bill (BBB)”. Se trata de una victoria para las empresas estadounidenses, el sector financiero y, en particular, los fondos de inversión privados y la industria de los combustibles fósiles. Es una derrota para las energías renovables y los contribuyentes menos favorecidos. La inteligencia artificial no se beneficiará de una moratoria de 10 años antes de ser regulada por el Estado, como deseaban las grandes empresas tecnológicas como Google, Microsoft, Meta y OpenAI. A menos que la economía estadounidense crezca un 3 % o más al año en los próximos años, los déficits presupuestarios seguirán siendo elevados y la deuda nacional seguirá aumentando. Sin embargo, el BBB no aportará un estímulo adicional significativo con respecto al presupuesto anterior.

La aprobación de la BBB por el Congreso ha supuesto un paso importante para el Gobierno estadounidense. Una vez aprobada la ley, el presidente Trump ha podido volver a su tema favorito, los aranceles. En particular, era necesario resolver la cuestión del comercio con Japón y Europa. Ahora ya está hecho, y las importaciones procedentes de estas dos regiones se gravan con un 15 %, con algunas excepciones. Von der Leyen también aceptó 600 000 millones de dólares de inversiones (privadas) en Estados Unidos y 750 000 millones de dólares en compras de energía durante tres años. Sin embargo, hay un problema: según Barron's, Estados Unidos exportó 320 000 millones de dólares en productos energéticos en 2024, mientras que Europa compró 79 000 millones. Será imposible que el Viejo Continente alcance los 250 000 millones de dólares en compras anuales. Al mismo tiempo, Japón se ha comprometido a comprar 550 000 millones de dólares en los próximos tres años. Así, estas dos regiones representan por sí solas el 140 % de las exportaciones estadounidenses en 2024. Y este cálculo no incluye a la India ni al resto del mundo. Esto pone de manifiesto la falta de preparación previa a estos «acuerdos» y el carácter puramente intuitivo y transaccional del presidente estadounidense. No sabe lo que puede negociar; es puro espectáculo. Serán los importadores estadounidenses quienes pagarán los impuestos, no los europeos. Cabe señalar que estos acuerdos son meras declaraciones de intenciones y no contratos formales; no se ha firmado ningún documento oficial.

Para los estadounidenses, aún debe negociarse una prórroga de la tregua arancelaria con los chinos durante los próximos tres meses, con muchas cuestiones que vuelven a estar sobre la mesa. Trump ha hecho un gesto conciliador al autorizar recientemente la exportación de chips Nvidia H20 a China. Un acuerdo superficial debería bastar para satisfacer a la Casa Blanca. Sin embargo, el futuro divorcio entre China y Estados Unidos es irrevocable.

El «acuerdo» arancelario irrealizable entre Estados Unidos y la UE

Topic	Details
US-EU Tariff Agreement	US sets most tariffs on EU products at 15%, up from 10% but down from 25% on autos; EU eliminates tariffs on US exports.
Sectoral Tariffs	US tariffs on autos, pharmaceuticals, semiconductors set at 15%; potential for lower rates with other partners.
Impact on US Effective Tariff Rate	Reduction by 0.7pp vs baseline due to 10pp cut in sectoral tariffs with EU; total ETR expected to rise by 16.2pp by 2027.
US-EU Trade Commitments	\$750bn energy purchase over 3 years, \$600bn investment pledge.
Other Partners & Risks	56% of imports from partners without deals; potential 1.8pp ETR rise if no further deals.
Current Tariffs Impact	Tariffs implemented so far have added 8.8pp to US ETR, reduced to 8.5pp with concessions.

La Reserva Federal bajo presión

Ahora que se han cerrado la mayoría de los «acuerdos comerciales» importantes, es hora de centrar nuestra atención en la Reserva Federal. Jerome Powell está sometido a una enorme presión por parte de la Casa Blanca. Trump quiere bajar los tipos de interés. Powell cree que es demasiado pronto para hacerlo, dado que la inflación aún no ha vuelto al objetivo del 2 % y que el impacto de los aranceles aún no se ha dejado sentir. La Reserva Federal quiere esperar. Sin embargo, en 2021, el presidente de la Fed explicó que el aumento de la inflación era temporal, cuando en realidad no lo era. Si nos proyectamos al presente, teme que el efecto de las tensiones comerciales se refleje en el tiempo y empuje la inflación al alza, aunque es muy probable que sea solo temporal. Al fin y al cabo, no hay nuevos impuestos cada año. Por lo tanto, la impaciencia del presidente estadounidense es comprensible hasta cierto punto. Sin embargo, no es la primera vez que surgen desacuerdos entre la Fed y la Casa Blanca. Por eso se creó la Fed como organismo independiente, para que no sirviera a los intereses del Gobierno y reforzara la calidad de las instituciones, mejorando así el valor del dólar. Limitar el mandato del presidente del banco central, aunque se pueda encontrar un pretexto para hacerlo, sería un grave error. El mero hecho de plantear esta posibilidad ya debilita la credibilidad del banco central.

Evolución de los mercados a finales de julio de 2025

End of July	Equities in Local Currencies							
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	1.23%	2.17%	0.31%	1.38%	2.90%	-0.72%	1.67%	3.54%
Perf 3 Month	11.50%	13.83%	3.09%	2.35%	8.35%	-2.32%	11.72%	8.09%
Perf YTD	9.93%	7.78%	8.66%	5.30%	24.17%	2.03%	15.60%	3.58%

End of July	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	6.37%	7.28%	-0.40%	-2.61%	3.25%	-1.34%	-0.70%	0.80%
Perf 3 Month	18.98%	14.91%	0.04%	5.33%	-0.76%	-5.85%	-1.66%	0.93%
Perf YTD	-3.43%	-2.83%	25.35%	9.61%	-9.31%	-5.40%	-4.26%	1.37%

End of July	Bloomberg Indices Bonds Total returns							
	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-1.49%	-0.26%	0.01%	-0.59%	-0.83%	-0.73%	0.38%	0.92%
Perf 3 Month	0.02%	0.54%	0.09%	-0.21%	-3.00%	1.66%	4.40%	3.54%
Perf YTD	5.67%	3.75%	0.85%	4.71%	-5.92%	6.87%	7.23%	5.90%

Fuente: Bloomberg, 31/07/25

Índice del dólar: sin colapso por el momento

El dólar es el núcleo del sistema monetario mundial. Nuestro sistema monetario se basa en la confianza. Esta ya se ha visto sacudida por la congelación de los activos rusos en poder de su banco central y por las discusiones entre los republicanos pro-Trump sobre un acuerdo en Mar-a-Lago. Si el banco central estadounidense se percibiera como una extensión de la Administración Trump, esto reduciría aún más el ya disminuido atractivo del dólar estadounidense, sobre todo teniendo en cuenta la imprevisibilidad y la falta de discernimiento del presidente, que ya está entrando en una etapa avanzada de su mandato. Si



Powell no es destituido, la cuestión se planteará de nuevo al final de su mandato, el próximo mes de mayo. Por lo tanto, no se espera que la tendencia bajista del dólar se invierta en los próximos meses, aunque siempre son posibles repuntes técnicos, especialmente en los próximos días.

Como estaba previsto, el 30 de julio, la Reserva Federal mantuvo sus tipos de interés sin cambios en el 4,25-4,5 %. Dos gobernadores de la Fed se opusieron a esta decisión, prefiriendo una bajada de 25 puntos básicos. El FOMC está dispuesto a ajustar su política monetaria si es necesario. No es seguro que se produzca una bajada de los tipos en septiembre, ya que la probabilidad de que se produzca ha disminuido tras la reunión. Alguien se va a enfadar con el Sr. Powell.

Índice del dólar estadounidense

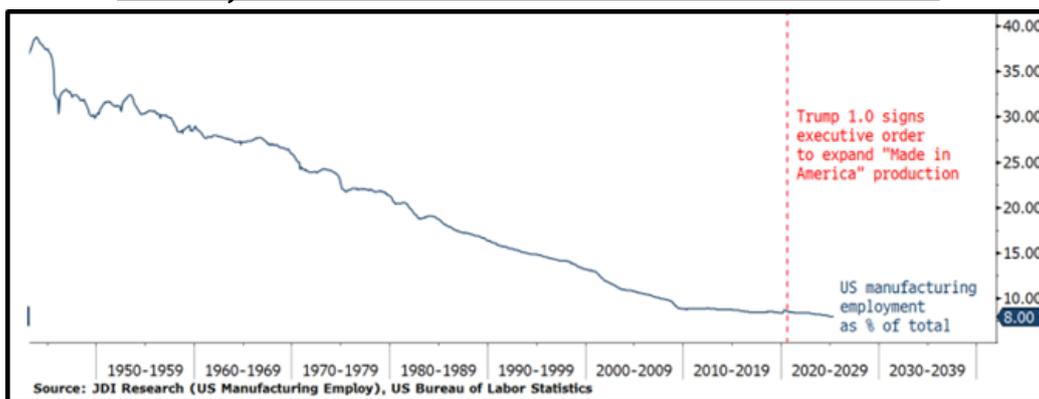


El sueño de la relocalización

Es poco probable que Estados Unidos consiga reequilibrar su economía de manera que reduzca su dependencia de otros países y, al mismo tiempo, cree puestos de trabajo e infraestructuras en el sector manufacturero. Además, desde la introducción de las primeras barreras arancelarias en 2019, el sector manufacturero ha seguido perdiendo importancia económica. Además de la cuestión de los costes de producción nacionales, es innegable que actualmente hay una escasez de mano de obra cualificada en el sector de la manufacturación de Estados Unidos. Sería necesario traer trabajadores extranjeros, lo que no parece que vaya a suceder en un futuro próximo. Según un estudio del American Enterprise Institute, 2025 podría ser el primer año en 50 años en que Estados Unidos experimente una migración neta negativa. Si estas cifras son correctas, agravarán aún más la situación de los sectores de la economía que dependen de mano de obra barata.



Porcentaje de la industria manufacturera estadounidense en el PIB

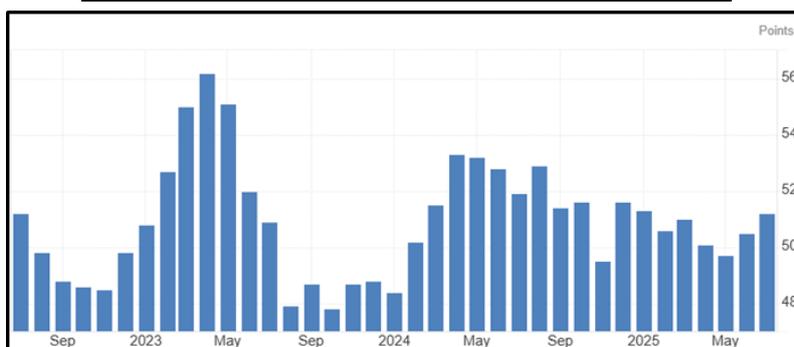


Para las empresas estadounidenses, la cuestión de la deslocalización es demasiado costosa y conlleva un riesgo considerable, dado el entorno de incertidumbre. ¿Qué pasará si el presidente Trump cambia de opinión y da marcha atrás en las medidas que se han tomado? Por eso, muchos empresarios deberían optar por la «deslocalización cercana», que les permitirá conservar la ventaja de los salarios más bajos. Es poco probable que se materialicen los efectos positivos esperados de las políticas de inmigración radicales.

La economía estadounidense se está desacelerando, pero no se está derrumbando. Los consumidores estadounidenses gozan en general de buena salud, pero tienen pocos ahorros, aunque su endeudamiento medio es razonable. El mercado inmobiliario ya no es el motor que era. El aumento de los precios en los últimos años y la subida de los tipos hipotecarios impiden que el estadounidense medio y los jóvenes compren una vivienda. Por el contrario, los precios de la vivienda se están moderando, lo que contribuirá a reducir el IPC, gracias a comparaciones anuales más favorables.

En Europa, aunque la industria está sufriendo, especialmente en Alemania, el sector servicios goza de buena salud y se beneficia de la tendencia a la globalización, a diferencia del sector de los bienes. Las medidas de estímulo presupuestario, en forma de aumento del gasto en defensa, también deberían apoyar el crecimiento, pero no siempre ha sido así en el pasado. Los hogares europeos registran un nivel de ahorro récord, junto con un endeudamiento medio bajo, lo que les confiere un importante margen de maniobra en materia de consumo. El BCE mantiene su política acomodaticia al llegar al final de su ciclo de bajadas de tipos. Sin embargo, el efecto de su política debería diluirse en comparación con ciclos macroeconómicos anteriores, precisamente debido al bajo endeudamiento del sector privado.

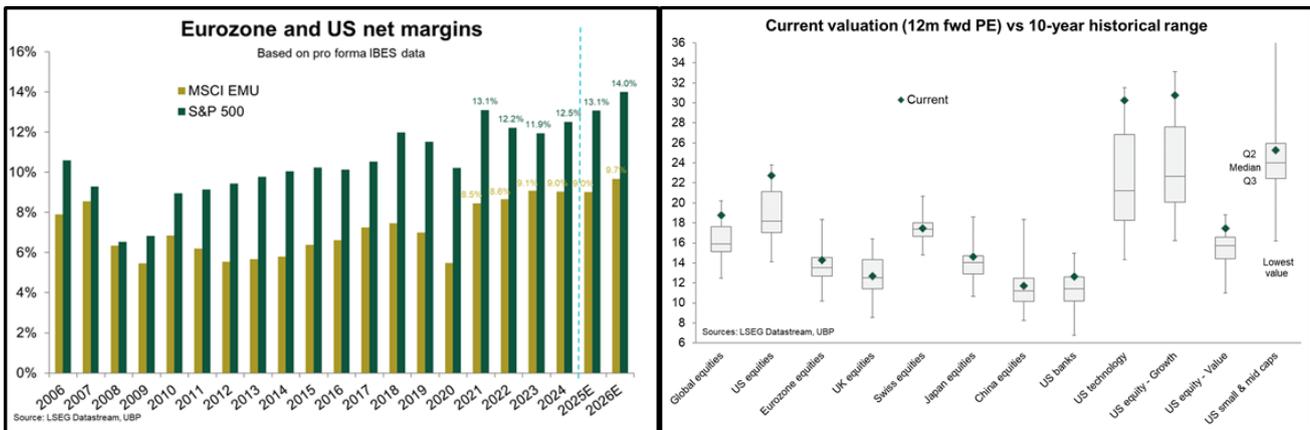
PMI armonizados de los servicios de la zona del euro





Una buena temporada de resultados

La temporada de resultados está en pleno apogeo. En el caso de las empresas estadounidenses, las previsiones de crecimiento de los beneficios del 7 % para el segundo trimestre deberían superarse con creces, ya que la debilidad del dólar debería contribuir con entre uno y cinco puntos porcentuales al crecimiento, si el resto de factores se mantienen constantes. La situación es totalmente inversa en Europa, donde la fortaleza de la moneda única debería lastrar los resultados. Esto pesa sobre la confianza, dado que los inversores institucionales siguen representando la mayor parte del volumen de transacciones, a diferencia de Estados Unidos, donde los inversores particulares tienen una influencia significativa en los movimientos de los precios.



Las grandes empresas tecnológicas estadounidenses siguen contribuyendo de manera significativa al crecimiento de los beneficios, y esta tendencia debería confirmarse de nuevo este trimestre. Los analistas esperan un aumento de los márgenes, principalmente gracias a la adopción de la inteligencia artificial. Sin embargo, cabe señalar que los márgenes ya han alcanzado su punto máximo en los últimos trimestres. Esto implica que los inversores creen que los consumidores pagarán los aranceles. Los márgenes se vigilarán de cerca en las próximas semanas.

Las valoraciones no frenan las ganancias del mercado; no importan. Pero algún día lo harán. No hay nada en el horizonte que apunte a una rotación sectorial o estilística significativa. Por el contrario, los inversores particulares estadounidenses están volviendo a invertir masivamente en empresas no rentables, como ya ocurrió en 2021. Una vez más, a pesar de las numerosas incertidumbres, nada parece frenar el optimismo que reina en los mercados de valores.

¿Qué está pasando en la parte larga de la curva de tipos?

Como se ha mencionado anteriormente, los diferenciales de crédito han vuelto a niveles bajos. No hay tensión y los inversores en renta fija se muestran tranquilos a pesar de la escasa visibilidad. Incluso los bonos con calificación CCC han visto mejorar significativamente sus precios en las últimas semanas. En este contexto, los bonos corporativos son, en general, caros y poco atractivos.



Por el contrario, la principal amenaza para los mercados podría provenir de los bonos soberanos. En muchos países, el tramo largo de la curva de bonos soberanos está subiendo, especialmente el tramo muy largo, que se extiende de 10 a 30 años.

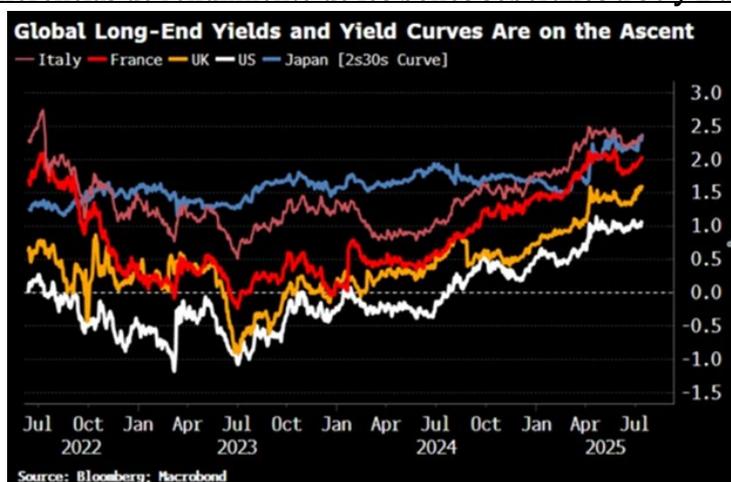
Este fenómeno comienza en Japón. Tras perder la cámara baja el año pasado, el PLD japonés se encuentra en una posición difícil con un primer ministro impopular, Ishiba, tras perder las elecciones a la cámara alta. La última subasta de una emisión de deuda pública a 40 años fue infructuosa, con un ratio de cobertura de las ofertas del 2,127 %, en un contexto tóxico marcado por los rumores de dimisión del primer ministro. Pero no es la política lo que está haciendo caer el mercado de bonos japonés, eso es solo una excusa. La oferta es demasiado grande.

El diferencial de rendimiento entre los bonos del Estado japonés a dos y a 30 años es ahora del 1,5 %. Esto significa que los inversores exigen una prima de plazo importante para aceptar invertir a largo plazo en bonos del Estado japonés. La mala salud de las finanzas públicas japonesas es bien conocida. Ahora que el Banco de Japón, que posee el 50 % de la deuda pública, ya no compra bonos a 10 años o más, la demanda de estos bonos es escasa. Muchos analistas se apresuran a descartar esta situación como algo propio de Japón, debido a su compleja situación política y a la excesiva emisión de deuda a largo plazo por parte del Gobierno. Sin embargo, el reciente aumento de los rendimientos a largo plazo no se limita a Japón.

Todas las curvas de rendimiento muestran un aumento a largo plazo. Japón es el caso más notable, pero en Europa y Estados Unidos, los bonos a 30 años se acercan a su nivel más alto en más de dos décadas. ¿Podría esto suponer un problema para los mercados si ejerce presión sobre el sistema bancario? Los bonos del Estado se consideran activos seguros en los balances de los bancos. Sí, pero su precio puede fluctuar considerablemente. Sin embargo, actualmente no hay signos de tensión en el sistema bancario, sino todo lo contrario.

El aumento de los tipos a muy largo plazo pone de relieve un fenómeno que se había olvidado: la «prima de plazo». En el siglo XX, los inversores exigían una prima por las inversiones a largo plazo. Era la situación normal, ya que los gobiernos solían imprimir demasiado dinero y la oferta era a veces escasa. Los inversores querían ser remunerados por estas incertidumbres. Hemos vuelto a esa situación. Se trata de un cambio de régimen financiero, y es un acontecimiento importante. El mercado vuelve a sus antiguos fundamentos. El diferencial de rendimiento entre los bonos a dos años y a 30 años debería seguir ampliándose, y las curvas de rendimiento deberían pentificarse.

Diferencias de rendimiento de los bonos soberanos a 30 y 2 años





Consolidación saludable

El metal amarillo se encuentra en fase de consolidación. Parece haber anticipado el famoso «día de la liberación». Desde entonces, se negocia más o menos «plano». En abril, el oro era una «operación superpoblada» según la encuesta BofA Fund Manager Survey, algo inédito desde que el banco comenzó a realizar su encuesta mensual hace 30 años. Esperábamos una consolidación en torno a los 3000 USD/oz. Aunque los precios no han caído tanto, los tres meses de consolidación posteriores han atenuado la situación de «sobrecarga» del metal amarillo. En las últimas diez semanas, el precio se ha negociado entre 3 250 y 3 440 dólares, un rango inferior al 6 % si se tienen en cuenta las fluctuaciones intradías.

Precio de la onza de oro





No hay corrección en ausencia de catalizadores

¿Se resolverán una vez más al alza las numerosas contradicciones que rodean a los mercados financieros? Tras la espectacular recuperación de los mercados, a pesar del alto nivel de incertidumbre y del debilitamiento de la gobernanza institucional, en particular la de la Reserva Federal estadounidense, es fundamental permanecer alerta. Tenemos una sensación de déjà vu que nos recuerda a 2007.

En la actualidad, solo una subida sostenida de los tipos a largo plazo (10-30 años) parece poder aguar la fiesta o servir de pretexto para una corrección. Los inversores particulares siguen invirtiendo en tecnología e inteligencia artificial, donde las valoraciones ya incorporan una buena dosis de optimismo (aunque los resultados del segundo trimestre de Meta y Microsoft han registrado un crecimiento impresionante). La electrificación y la defensa también siguen siendo temas prometedores, que pueden explotarse de diferentes maneras y parecen menos arriesgados. Los sectores defensivos, como los bienes de consumo básico y la salud, han tenido un rendimiento inferior al del conjunto del mercado durante el último año. Algunos segmentos de los mercados de renta variable son ignorados o rechazados por los inversores. Por ejemplo, las valoraciones de las grandes empresas del sector sanitario en relación con el mercado se encuentran en su nivel más bajo desde principios de siglo, a pesar de que sus balances son excelentes. No obstante, para que los precios se recuperen, es necesario un escenario favorable, y por el momento no hay indicios de que esto vaya a suceder.

Aviso legal:

Estos documentos están destinados exclusivamente a los clientes de Weisshorn Asset Management que han firmado un mandato de gestión y han expresado su deseo de recibir dicha información y documentos (como análisis financieros, notas de investigación, informes y comentarios de mercado y/o fichas informativas). Estos documentos no pueden ser comunicados a terceros. La información y las opiniones (incluidas las posiciones) que contienen tienen carácter meramente informativo y no pueden considerarse una solicitud, oferta o recomendación para vender o comprar valores, influir en una transacción o celebrar cualquier relación contractual. En particular, ninguna información, documento u opinión (incluida la posición) indicada en este sitio web en relación con servicios o productos podrá constituir o considerarse una oferta o solicitud de venta o compra de valores o cualquier otro instrumento financiero en cualquier jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud esté prohibida por la ley, en la que la persona que realiza la oferta o solicitud no posea una licencia o autorización reglamentaria para hacerlo, o en la que cualquier oferta o solicitud contravenga la normativa local. Cualquier oferta o solicitud prohibida se considerará nula y sin efecto, y Weisshorn Asset Management ignorará cualquier comunicación recibida al respecto. Los resultados pasados no deben considerarse una indicación o garantía de los resultados actuales o futuros, y no se ofrece ninguna declaración o garantía, expresa o implícita, con respecto a los resultados futuros. Se recomienda a los clientes que soliciten asesoramiento profesional para evaluar las oportunidades y los riesgos asociados a cualquier operación financiera antes de comprometerse a realizar cualquier inversión o transacción.