

#433

Carta del mes de agosto

La IA y el surgimiento de un nuevo régimen econó- mico

PBI



Carta del mes

Agosto

La rentabilidad de los bonos globales alcanzaba máximos de casi dos décadas. La venta masiva de deuda suponía un nuevo desafío para el secretario del Tesoro estadounidense, Scott Bessent, pese a las medidas adoptadas a mediados de agosto para contener los rendimientos.

El último impulso al alza procedía del discurso del presidente de la Reserva Federal, Kevin Warsh, el viernes 28, en el que reiteraba su compromiso con el control de la inflación. Sus declaraciones presionaban al alza la parte corta de la curva de rendimientos.

Por su parte, el aumento de las tensiones entre Estados Unidos e Irán elevaba los precios del petróleo y reforzaba los temores de una inflación más persistente, impulsando los rendimientos de los tramos largos de la curva.

Fernando Gonzalez Cantero
Presidente

El mes de un vistazo

Las tensiones en Oriente Próximo continuaban intensificándose. Tras la finalización del periodo transitorio de 60 días, Irán amenazaba con retomar la ofensiva militar, mientras que Trump descartaba prorrogar el alto el fuego. Al mismo tiempo, circulaban especulaciones sobre posibles negociaciones indirectas, posteriormente desmentidas por Washington. El mes concluía sin avances diplomáticos significativos y con el tráfico por el estrecho de Ormuz en niveles mínimos. Por su parte, Estados Unidos incrementaba la presión económica sobre Irán mediante nuevas sanciones dirigidas a entidades, individuos y embarcaciones, aunque sin adoptar medidas inmediatas contra países como China, Emiratos Árabes Unidos, Turquía e Irak, que seguían siendo sus principales socios comerciales antes del conflicto.

La presión sobre los tramos largos y ultralargos de la curva de tipos, especialmente en Estados Unidos, llevaba al Tesoro estadounidense a anunciar la duplicación de su programa de recompras en vencimientos de entre diez y treinta años. La medida reflejaba la preocupación del Ejecutivo por unos rendimientos superiores al 5,30% en el bono a treinta años y por el aumento de la prima por plazo exigida por los inversores. Esta tensión en los mercados respondía a una combinación de factores: los riesgos inflacionistas derivados del conflicto geopolítico, el fuerte aumento de la demanda de capital asociado a las inversiones en inteligencia artificial, el sostenido crecimiento de la deuda pública y las dudas sobre la capacidad del mercado para absorber una oferta cada vez mayor de emisiones soberanas sin exigir mayores rentabilidades. Todo ello contribuía a un endurecimiento de las condiciones financieras y a una mayor volatilidad en los mercados de renta fija.

Nvidia presentaba unos resultados superiores a las expectativas, aunque la principal sorpresa era su previsión de crecimiento de ingresos del 70% para el ejercicio fiscal que finaliza en enero de 2028, frente al 44% esperado por el mercado. La

compañía confirmaba así la fortaleza de la demanda de infraestructuras de inteligencia artificial, pese a las limitaciones de suministro. La acción subía un 9% tras los resultados y Nvidia anunciaba una alianza con varias instituciones financieras para movilizar más de 500.000 millones de dólares destinados a financiar infraestructuras de IA.

En Japón, el Gobierno adoptaba una postura más favorable a una subida temprana de los tipos de interés, previsiblemente en septiembre u octubre, en línea con la preocupación del Banco de Japón (BoJ) por la debilidad del yen y su impacto sobre la inflación. Las declaraciones del vicegobernador del BoJ, Ryozi Himino, reforzaban este sesgo restrictivo al destacar los riesgos al alza para la inflación derivados de la guerra en Oriente Próximo, la demanda mundial asociada a la inteligencia artificial y la depreciación de la moneda.

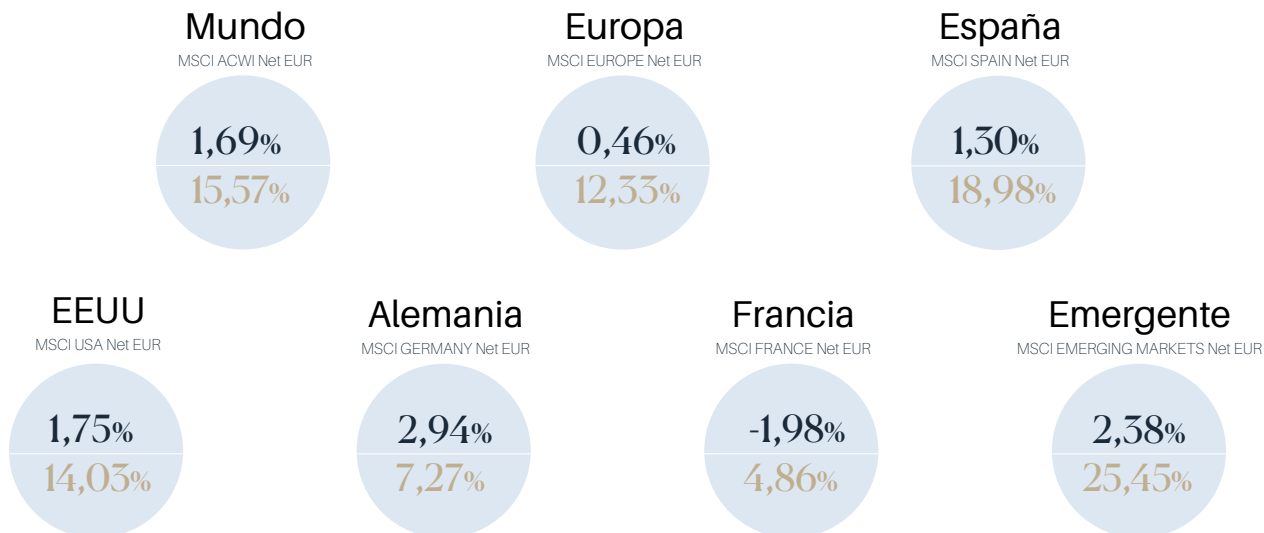
En Estados Unidos, la inflación de julio evolucionaba en línea con las expectativas, con un IPC general del 3,4% y una inflación subyacente que se moderaba hasta el 2,5%, mientras que las ventas minoristas sorprendían negativamente al registrar una caída mensual del 0,6%, reflejando una cierta desaceleración del consumo, aunque parcialmente explicada por factores transitorios y la volatilidad de categorías como las ventas online y los automóviles. En Europa, los indicadores económicos continuaban apuntando a una mejora gradual de la actividad: la confianza inversora repuntaba con fuerza en la eurozona, los PMI mostraban una aceleración, especialmente en el sector manufacturero, y la inflación se mantenía estable en torno al 3%. En Alemania, tanto la confianza de los consumidores como la empresarial mejoraban más de lo esperado, reforzando la percepción de una economía más resiliente pese a las persistentes incertidumbres geopolíticas y energéticas.

En Asia, la divergencia entre China y Japón seguía siendo evidente. Mientras que en China la inflación, el consumo, la producción industrial

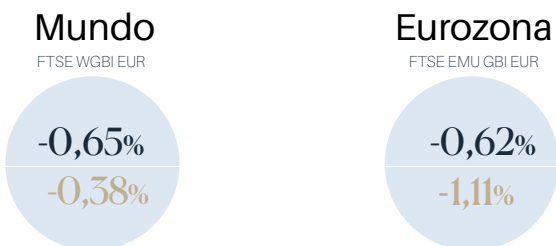
y la inversión continuaban mostrando debilidad, reflejando una demanda interna insuficiente y una recuperación todavía frágil, en Japón la actividad mantenía un tono sólido, apoyada por la fortaleza de la industria vinculada a los semiconductores y la inteligencia artificial, el dinamismo de las exportaciones y la recuperación de los servicios. A su vez, la ligera aceleración de la inflación reforzaba las expectativas de una progresiva normalización de la política monetaria.■



RENTA VARIABLE



DEUDA PÚBLICA



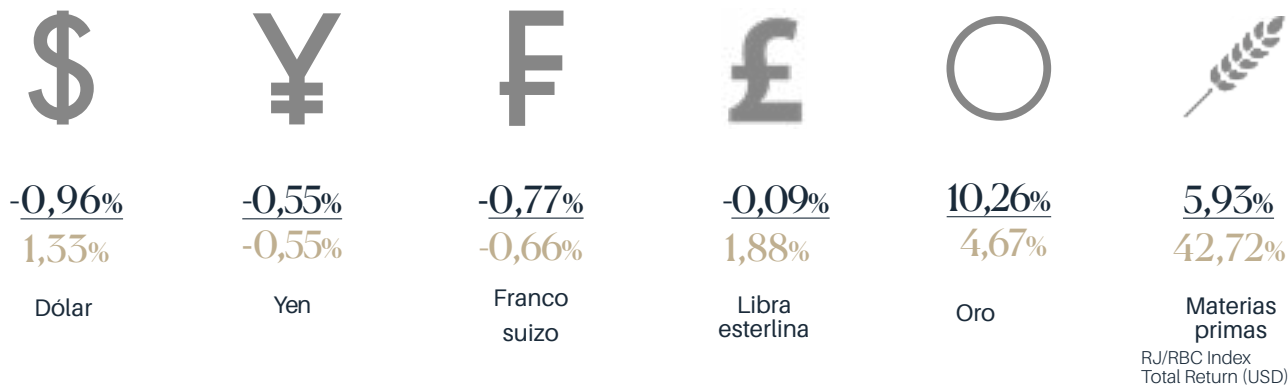
ÍNDICE MONETARIO

FTSE EURODEPOSIT 1 MONTH EUR



MERCADO DE DIVISAS

Siempre con respecto al Euro.



PRIMERA SEMANA

Posibles avances en las conversaciones entre Omán y Teherán.

En la primera semana, predominaba la expectativa de posibles avances entre Oman y Teheran para la apertura del estrecho de Ormuz. Por otro lado, el dato de empleo americano sorprendía negativamente con la destrucción de 23 mil empleos frente a la creación de 80 mil esperada. El IBEX subía un 1,99% y el Euro Stoxx subía un 2,61%. El S&P 500 subía un 3,58%, el NASDAQ subía un 5,19%. Buen comportamiento de la deuda pública ante las expectativas de apertura de Ormuz. La rentabilidad del bono americano a 10 años bajaba 8,9pb en la semana, a 4,6495%. La rentabilidad del bono alemán a 10 años bajaba 7,3pb, a 3,1286%. En cuanto al crédito, estaba cerca de recuperar los mínimos que alcanzaba con la firma del memorándum, estrechando 3pb a 51pb en IG y 15pb a 248pb en el caso del HY. El mercado primario europeo cerraba con apenas €791 millones emitidos, registrando la menor actividad semanal del año y el volumen más bajo desde el periodo navideño del año anterior, en un

contexto marcado por el habitual parón estival. En divisas el euro se apreciaba un 0,30% frente al dólar, a \$1,15566. El precio del oro se apreciaba un 7,33%, a \$4.346,4. El Brent finalizaba la semana con una bajada, de 9,05%, a \$82,38 tras los posibles avances en la negociación entre EEUU e Irán para la apertura del estrecho de Ormuz derivadas de las conversaciones que mantenían Teherán y Oman.

Presión sobre el yen y determinación de las autoridades japonesas para estabilizar los mercados. El Gobierno confirmaba una intervención coordinada con EEUU mediante compras de yenes y mantenía abierta la puerta a nuevas actuaciones, después de haber destinado \$40.000 millones de sus reservas en abril y ante indicios de una intervención aún mayor a finales de julio. Bessent solicitaba a la FED ampliar el mecanismo de liquidez para autoridades extranjeras, actualmente limitado a \$60 mil millones, una medida que podría facilitar una eventual intervención de Japón para fortalecer el



yen, aunque también podría incentivar al mercado a poner a prueba la determinación de Washington y Tokio.

La guerra entre EEUU e Irán entraba en una fase decisiva tras meses de conflicto, con crecientes presiones económicas y políticas para alcanzar una salida diplomática. Teherán aseguraba haber avanzado con Omán un acuerdo para reabrir el estrecho de Ormuz que le otorgaría un mayor control y supervisión sobre el tráfico marítimo. Trump afirmaba que las conversaciones avanzaban y que Ormuz podría abrirse pronto, aunque Irán negaba contactos directos y condicionaba cualquier acuerdo al cese de las amenazas estadounidenses, al tiempo que advertía de represalias contra infraestructuras energéticas regionales ante nuevos ataques. Qatar confirmaba avances de los mediadores, pero persistían importantes diferencias sobre el programa nuclear y el control del estrecho, en un contexto de ataques hutíes contra petroleros saudíes y creciente impopularidad de la guerra en EEUU.

En EEUU, el ISM manufacturero de julio se aceleraba hasta 55,6, claramente por encima del 54,0 esperado y del 53,3 anterior, impulsado por el fuerte crecimiento de los nuevos pedidos (56,7 frente a 56,0 anterior) y por una mejora del empleo hasta 52,8, desde 49,7, alcanzando su nivel más alto desde agosto de 2022. En el lado menos positivo, los tiempos de entrega de los proveedores aumentaban hasta 58,9 (57,4 anterior), reflejando nuevas tensiones en las cadenas de suministro derivadas del conflicto en Oriente Medio, mientras que el índice de precios pagados se moderaba hasta 71,1

desde 73,0, aunque seguía en niveles elevados. Los encuestados describían en general las condiciones comerciales como sólidas, y algunos destacaban el continuo apoyo de la inversión en infraestructura relacionada con la IA. Si bien las presiones geopolíticas y las relacionadas con los aranceles continuaban contribuyendo a elevar los precios y a plazos de entrega más largos. El ISM de servicios se mantenía prácticamente estable en 54,1, ligeramente por encima del 54,0 anterior. Los nuevos pedidos mejoraban hasta 57,2 (55,1 anterior), mientras que los tiempos de entrega se moderaron a 52,8 desde 54,4, aunque el índice de precios pagados repuntaba hasta 70,3 desde 67,7, evidenciando que las presiones sobre los costes seguían siendo elevadas. Por su parte, el Índice ISM de Servicios de julio aumentaba 0,1 puntos hasta 54,1, ligeramente por debajo de la estimación de consenso. A pesar del titular moderado, los nuevos pedidos se aceleraban a 57,2 desde 55,1, lo que indicaba una demanda sólida. Sin embargo, el empleo resultaba débil, cayendo a 47,4 desde 51,2. El componente de precios pagados se disparaba a 70,3 desde 67,7, divergiendo de su contraparte manufacturera. Las condiciones comerciales seguían siendo mixtas en todos los sectores. La actividad se debilitaba en la agricultura y la construcción. Mientras tanto, las finanzas, la atención médica y los servicios empresariales reportaban una demanda sólida y una perspectiva positiva. Las empresas de transporte habrían observado una demanda estable, pero también señalaban aumentos continuos en los costes de combustible y mano de obra. Mientras tanto, las empresas de servicios públicos y los minoristas se enfrentaban a restricciones de

suministro, largos plazos de entrega y condiciones de adquisición más difíciles. La incertidumbre en torno al conflicto con Irán y sus posibles efectos en los precios del petróleo sigue siendo una preocupación, particularmente para los proyectos relacionados con la construcción. Sin embargo, varias industrias reportaban una actividad más fuerte de lo esperado y mantenían una perspectiva favorable para el resto de 2026.

En EEUU, el informe JOLTS de junio resultaba ligeramente decepcionante. Las ofertas de empleo disminuían de 7,5 millones en mayo a 7,4 millones en junio, y la tasa de ofertas de empleo caía del 4,5% al 4,4%. La tasa de contratación subía ligeramente al 3,4%. La tasa de renuncias se mantenía en el 2%, lo que sugería que los trabajadores tenían poca confianza en encontrar mejores oportunidades. En general, el informe respaldaba la opinión de que el mercado laboral estaría en o cerca del pleno empleo y estaría experimentando una disminución modesta pero continua en la demanda de mano de obra. El informe ADP de nóminas privadas mostraba una creación de 44 mil empleos en julio, muy por debajo de los 70 mil esperados, mientras que el dato de junio se revisaba a la baja hasta 95 mil. El desglose sectorial revelaba un mercado laboral que estaría estrechándose en lugar de expandirse. Educación y servicios de salud eran los contribuyentes más destacados, agregando 36 mil empleos y representando la mayor parte de la ganancia general. Ocio y hostelería, un sector indicador de la confianza del consumidor y del gasto discrecional, resultaba notablemente rezagado, perdiendo empleos

en julio. El dato oficial de empleo mensual sorprendía negativamente con la destrucción de 23 mil empleos frente a la expectativa de creación de 80 mil. Las pérdidas de empleo se concentraban en el gobierno (53 mil), el ocio y la hostelería (40 mil) y las actividades financieras (14 mil). Los únicos sectores importantes que registraban ganancias significativas eran la atención médica (23 mil) y la construcción (22 mil), esta última principalmente no residencial. La tasa de desempleo caía del 4,2% al 4,1%, impulsada por una disminución en la tasa de participación, que caía del 61,5% al 61,4%. El desempleo se mantenía prácticamente sin cambios, con 6,9 millones de estadounidenses desempleados. El crecimiento salarial se moderaba aún más. El salario medio por hora disminuía del 3,4% al 3,2% interanual. Los costes laborales unitarios se mantenían en una tasa anualizada del 1,3%, menor de la esperada. Por su parte, la productividad no agrícola del 2º Trim. llegaba a una tasa anualizada del 1,4%, muy por encima de la estimación de consenso del 0,6% y más que el 0,8% en el 1º Trim. Esta sería otra indicación de que las empresas estarían tratando de compensar los costes más altos aumentando la producción por hora.

En la Eurozona, el PMI manufacturero subía hasta 51,9, ligeramente por debajo del 52,0 anterior, pero superando la previsión de 51,8. Alemania se mantenía estable en 52,2, en línea con lo esperado, mientras que Italia sorprendía al alza con 51,3 (frente a 52,5 esperado y 52,2 anterior). España mejoraba hasta 50,2 (frente a 50,5 esperado y 49,7 previo), recuperando terreno tras volver a situarse en zona

de expansión. El sector servicios volvía a ser el principal motor del crecimiento. El PMI de servicios de la Eurozona alcanzaba 51,7, por encima del 51,6 esperado y de 49,4 anterior, mientras que el PMI compuesto avanzaba hasta 52,0 (frente a 51,9 esperado y 50,0 previo). España destacaba con un sólido 58,3, muy por encima del 54,9 previsto y del 54,2 anterior. Alemania también mejoraba hasta 49,8 (frente a 49,6 esperado y 48,6 previo), mientras que Francia decepcionaba al situarse en 49,6, por debajo del 49,8 esperado, aunque mejorando desde 46,8. Por el lado de la inflación, el IPP de la Eurozona se moderaba. La tasa interanual se situaba en 4,6%, en línea con las previsiones, pero claramente por debajo del 5,9% anterior. En términos mensuales, los precios de producción caían un 0,3%, una décima más de lo esperado y frente al incremento del 0,2% registrado el mes anterior. Los datos de consumo seguían siendo el punto más débil. Las ventas minoristas de la Eurozona retrocedían un 0,3% mensual, peor que el 0,1% esperado y tras crecer un 0,4% el mes anterior. En tasa anual, avanzaban un 0,7%, por debajo del 1,0% previsto y desacelerándose desde el 1,9% anterior.

En la Eurozona, la inflación repuntaba de nuevo al 2,9% en julio, un ligero aumento con respecto al 2,8% de junio. Los precios de la energía eran el principal motor, aumentando un 10,0% tras la expiración del descuento del impuesto sobre los combustibles en Alemania y en medio de renovadas tensiones en Oriente Medio. Por el contrario, la inflación de los precios de los alimentos se moderaba del 1,5% en junio al 1,2% en julio. La inflación subyacente

también subía ligeramente, alcanzando el 2,5%. Esto probablemente se debía a los precios más altos de los paquetes vacacionales y otros servicios estacionales relacionados con los viajes, que impulsaban la inflación de los servicios del 3,2% al 3,3%. En general, creemos que las presiones inflacionarias están siendo impulsadas en la actualidad principalmente por los precios de la energía, mientras que los efectos indirectos hasta ahora han permanecido limitados.

En Alemania, los pedidos industriales aumentaban un 3,1% en junio, superando las expectativas de consenso y mejorando el aumento del 0,3% de mayo. Sin embargo, el panorama subyacente era más débil, ya que los pedidos de manufactura excluidos los pedidos grandes, cayeron un 0,5%. En la medida secuencial de tres meses, que es menos volátil, los pedidos totales aumentaban un 1,3%, mientras que los pedidos excluidos los pedidos importantes se mantenían sin cambios. La entrada de pedidos se vio impulsada por grandes pedidos en equipos informáticos, electrónicos y ópticos (22,7%) y en maquinaria y equipo (12,7%). La fabricación de vehículos también registraba un sólido aumento del 3,8% en junio, recuperándose de un débil mayo. Por el contrario, los pedidos de otros equipos de transporte caían drásticamente un 41,7% después de un fuerte mayo, aunque la oficina de estadística señalaba que la recopilación de datos para los pedidos importantes en este sector estaba incompleta. La facturación industrial disminuía un 1,3% intermensual en junio, pero aun así resultaba mejor que la estimación preliminar del -3,8%. En una base secuencial de tres meses, la

facturación aumentaba ligeramente un 0,1%. Por mercados, los de fuera de la Eurozona mostraban el mejor desempeño, con aumentos notables tanto en pedidos como en ventas. Los mercados de la Eurozona resultaban los más débiles, revirtiendo la tendencia positiva observada desde finales del año pasado, ya que tanto los pedidos como las ventas disminuían drásticamente después de un fuerte mayo. Los pedidos nacionales aumentaban, impulsados por la volatilidad de los grandes pedidos, mientras que la facturación nacional disminuía. En general, los datos de pedidos de junio apuntaban a una perspectiva de producción relativamente sólida para la segunda mitad del año.

En China, el sector de servicios perdía más impulso en julio. El PMI de servicios no oficial de RatingDog caía bruscamente a 50,4 desde 54,1 en junio, marcando su nivel más bajo desde septiembre de 2024 e indicando que la actividad de servicios continuaba desacelerándose al comienzo del tercer trimestre de 2026. Los subíndices clave también apuntaban a condiciones subyacentes más débiles. Los nuevos pedidos se moderaban por segundo mes consecutivo, disminuyendo a 50,9 desde 53,1 en junio, mientras que los pedidos pendientes disminuían a 50,8 desde 51,6. El subíndice de empleo bajaba a 50,8 desde 51,1, lo que sugería un entorno de contratación más cauteloso. Los nuevos pedidos de exportación también se moderaban, cayendo a 52,0 desde 52,9 en junio. El subíndice de precios de insumos caía a 50,6 desde 51,5 en junio, mientras que el subíndice de precios de producción bajaba ligeramente a 50,8 desde 51,1. El sentimiento empresarial respecto a las perspectivas

a 12 meses se mantenía positivo, pero se debilitaba hasta su nivel más bajo desde febrero de 2020. En general, se esperaba que el sector servicios continuase expandiéndose en los próximos meses, aunque la fuerza de dicha expansión dependerá de la demanda externa, la demanda interna y la confianza empresarial.

En China, el PMI manufacturero de RatingDog se moderaba a un mínimo de cuatro meses de 50,9 en julio desde 51,7 en junio. Entre los principales subíndices, el índice de nuevos pedidos disminuía a 50,9 desde 52,7, a pesar de que el índice de nuevos pedidos de exportación volvía a crecer por primera vez en tres meses. El índice de producción manufacturera caía a 51,5 desde 52,8, mientras que el índice de empleo subía ligeramente a 50,6 desde 50,5. El subíndice de tiempos de entrega de proveedores bajaba a 49,6 en julio desde 49,7 en junio, lo que indica un alargamiento de los tiempos de entrega por quinto mes consecutivo. En el frente de los precios, las presiones de costes continuaban aliviándose. La inflación de los precios de los insumos se desaceleraba a un mínimo de seis meses. Los precios de producción se mantenían prácticamente estables, lo que permitía a las empresas mantener precios de venta estables. El sentimiento empresarial de RatingDog para la perspectiva a un año mejoraba ligeramente en junio.■

SEGUNDA SEMANA

Subida de un 8% del precio del petróleo.



La segunda semana, volvía a estar marcada por la tensión geopolítica en Oriente Medio, con un nuevo aumento de las tensiones entre EEUU e Irán, que llevaban al petróleo a una subida semanal del 8%. Por otro lado, se publicaba el dato de IPC de EEUU, que resultaba en línea con las expectativas del mercado. El IBEX bajaba un 0,01% y el Euro Stoxx subía un 0,24%. El S&P 500 subía un 0,36%, el NASDAQ subía un 0,14%. La rentabilidad del bono americano a 10 años subía 4,9pb, a 4,6981%. La rentabilidad del bono alemán a 10 años subía 6,9pb, a 3,1978%. En divisas el euro se apreciaba un 0,07% frente al dólar, a \$1,15650. El precio del oro subía un 0,63%, a \$4.373,9. En el petróleo, el barril Brent subía un 7,82%, a \$88,82 tras el aumento de la tensión en Oriente Medio y las cada vez más deterioradas esperanzas de alcanzar un acuerdo entre EEUU e Irán y reabrir el estrecho de Ormuz.

Nvidia anunciaba una alianza con seis grandes instituciones financieras para crear nuevas plataformas de financiación destinadas a movilizar más de \$500 mil millones de capital privado para financiar infraestructuras de inteligencia artificial de sus clientes. El acuerdo incluía a Apollo, BlackRock, Blackstone, Brookfield, Goldman Sachs y KKR. El objetivo es ampliar el acceso de capacidad de computación y facilitar la construcción de centros de datos para desarrolla-

dores de IA, empresas, gobiernos y proveedores en la nube. La iniciativa refleja la creciente necesidad de financiación para sostener el fuerte crecimiento de la infraestructura de IA. Las grandes tecnológicas mantienen sus planes de inversión y se estima que su gasto conjunto en IA superará los \$730 mil millones este año.

Nuevo deterioro de las esperanzas de un acuerdo entre EEUU e Irán, pese a los avances iniciales entre Irán y Omán para establecer nuevas rutas de navegación por el estrecho de Ormuz. Las negociaciones se habrían enquistado por las exigencias cruzadas de compensaciones económicas, junto con la petición iraní de levantar sanciones, desbloquear activos y poner fin al bloqueo naval. Ante la falta de avances, EEUU se mostraba dispuesto a mantener indefinidamente el bloqueo y endurecer las sanciones, mientras Teherán utilizaba el cierre de Ormuz como principal elemento de presión. La tensión se habría agravado con nuevos ataques a buques en Ormuz y el mar Rojo, reduciendo drásticamente el tráfico marítimo y manteniendo elevada la presión sobre el petróleo y la inflación. En paralelo, el plan estadounidense para Gaza seguiría encontrando la resistencia de Netanyahu, que condicionaba cualquier retirada israelí al desarme completo de Hamás.

El gobierno japonés habría cambiado su posicionamiento y apoyaría una subida temprana de tipos en septiembre u octubre, en línea con la preocupación del BoJ por la debilidad del yen y su impacto potencial en la inflación. Los mercados estiman una subida de septiembre por encima del 70%, ayudados por la reciente comunicación restrictiva del BoJ y el apoyo de EEUU a la normalización de la política monetaria. Aun así, la incertidumbre política sigue siendo alta. El cambio de tono responde a la creciente preocupación por la inflación, presionada por el conflicto en Oriente Medio, la fortaleza de la demanda global ligada a la IA y la debilidad del yen. Varios miembros del BoJ temen quedarse por detrás de la evolución de los precios, mientras las expectativas de inflación continúan aumentando y existe el riesgo de que la inflación subyacente supere de forma sostenida el objetivo del 2%. El secretario del Tesoro de EEUU, Bessent, señalaba que apoyaría una corrección en la política monetaria japonesa para apoyar al yen.

El Informe de Política Monetaria del 2º Trim. del Banco Popular de China, se mantenía sin cambios, moderadamente expansivo. En línea con la reunión del Politburó de julio, el informe reconocía los desafíos a corto plazo para el crecimiento y reiteraba la necesidad de fortalecer el ajuste contracíclico, mantener una liquidez suficiente e implementar políticas de manera oportuna. Sin embargo, ofrecía pocas señales concretas de una flexibilización más generalizada. El banco central continuaba describiendo la recuperación como desigual, pero aún respaldada por la implementación de políticas de

estímulo, una demanda externa sólida y el despliegue fiscal en curso, lo que sugiere que la política monetaria aún no estaría cambiando hacia un sesgo de flexibilización más agresivo.

En EEUU, el IPC de julio se situaba en línea con las expectativas, con una inflación general interanual del 3,4% y una cifra mensual, casi sin cambios, del 0,1%. Los precios de la energía restaban nuevamente a la inflación general, cayendo un 1,5% en el mes, pero menos que la caída del 5,7 % de junio, dada la volatilidad de los precios del petróleo. Mientras tanto, los precios de los alimentos se mantenían bastante estables. El IPC subyacente se situaba en el 2,5% interanual (frente al 2,6%) y en el 0,2% en el mes. En servicios básicos, la vivienda se moderaba nuevamente, mientras que las tarifas aéreas no aumentaban significativamente. Los precios de la atención médica seguían siendo volátiles y contribuían al alza este mes. Los bienes básicos se aceleraban ligeramente hasta el 0,2% mensual, ya que las computadoras personales y los equipos subían un 3,5% mensual, probablemente debido a los aumentos de precios relacionados con la IA. El IPP de julio quedaba plano en términos mensuales, frente al 0,2% esperado, y la tasa interanual se situaba en el 4,7%, desde el 5,5% de junio. El IPP subyacente (excluyendo alimentos y energía) aumentaba un 0,2 % y un 4,2 % interanual. La medida de servicios excluyendo alimentos, energía y comercio, que se sigue de cerca como un componente del PCE, aumentaba un 0,4% en el mes y un 4,7% interanual, cifras que superaban las estimaciones de consenso. Las ventas de viviendas de segunda mano caían un 1,7% mensual.

En EEUU, el índice principal de la NFIB, de confianza de las pequeñas empresas, subía a 99,8 en julio, desde 97,4. Los subcomponentes laborales lideraban la recuperación. Los planes de contratación aumentaban a 20, el dato más alto desde 2026 y un cambio sustancial desde el mínimo de 9 en mayo. Esto sugiere que, después de meses de cautela impulsada por los aranceles, los propietarios de pequeñas empresas están aumentando significativamente sus esfuerzos de reclutamiento. Aunque los planes de compensación aumentaban a 19 desde 17, seguían estando muy por debajo de los 24 vistos a finales de 2025. Esto sugiere que las presiones salariales continúan moderándose. La combinación de una demanda de contratación que se recupera y costes de compensación moderados respaldaba la narrativa de menor presión inflacionaria de los mercados laborales. Las pequeñas empresas con menos de 500 empleados representan aproximadamente el 46% del empleo total del sector privado.

En la Eurozona, la semana dejaba un escenario de crecimiento moderado, acompañado de una inflación todavía desigual entre las principales economías. La confianza del inversor mejoraba notablemente hasta el 0,9, superando las expectativas del mercado fijadas en -0,7, y superando el dato anterior del -3,1. En España, el IPC se aceleraba en julio hasta el 3,6% interanual, frente al 3,5% esperado, mientras que la tasa subyacente se mantenía en el 3,0%, reflejando una mayor persistencia de las presiones inflacionistas. En Alemania, el IPC se situaba en el 2,8% interanual, en línea con las previsiones,

aunque el índice de precios mayoristas repuntaba hasta el 5,3%, frente al 4,9% anterior. Por su parte, Francia mantenía una inflación del 2,1%, mientras que Italia registraba un 2,9% interanual. En el plano de actividad, la Eurozona mostraba mayor resistencia de la esperada, con un crecimiento del PIB del 0,4% trimestral y del 1,0% interanual en el 2º Trim., mientras que la producción industrial avanzaba un 0,1% interanual, superando claramente el -0,8% previsto. El mercado laboral también mantenía cierta fortaleza, con un aumento del empleo del 0,1% trimestral y del 0,5% interanual.

En el Reino Unido, la cifra de crecimiento mensual de junio sorprendía notablemente al alza con una expansión del 0,3% impulsada por la fortaleza de la actividad de servicios, con algunos signos de una disminución del impacto del conflicto de Oriente Medio, el impulso de la Copa del Mundo, así como de los efectos climáticos. Para el 2º Trim., el crecimiento del PIB se situaba en 0,4% trimestral (después del 0,6% en el 1º Trim.). El gasto en inversión aumentaba un 1,7% trimestral, lo que marcaba otro trimestre sólido para la inversión en bienes de capital, ampliando una tendencia presente desde la pandemia. La inversión en equipos informáticos resultaba particularmente fuerte, destacando el creciente impacto de la adopción de la IA, que también ayudaba a las exportaciones. Si bien el crecimiento principal sorprendía al alza, el panorama subyacente seguía siendo más moderado, lo que estaría en línea con la evaluación del Banco de Inglaterra en sus perspectivas de julio. El consumo privado aumentaba un débil 0,3% trimestral.

En el Reino Unido, el PIB avanzaba un 0,3% mensual, frente al estancamiento esperado por el consenso, mientras que el dato de mayo era revisado hasta el 0%. El crecimiento estuvo liderado por los servicios, que avanzaban un 0,4%, compensando parcialmente las caídas del 0,2% en la producción industrial y del 0,1% en construcción. En el conjunto del segundo trimestre, el PIB crecía un 0,4%, frente al 0,6% registrado en el primer trimestre, aunque en línea con las previsiones. Pese al buen comportamiento de la economía durante la primera mitad de 2026, se espera una moderación en los próximos meses. El nuevo Gobierno de Andy Burnham señalaba como prioridades reducir los costes para las empresas y aliviar la presión sobre los hogares, en un contexto marcado todavía por unas perspectivas financieras complicadas.

En Japón, el impulso económico se mantenía firme en agosto. La última encuesta Tankan de Reuters apuntaba a una fortaleza generalizada tanto en el sector manufacturero como en el de servicios. La confianza entre los grandes fabricantes subía a su nivel más alto desde finales de 2021, mientras que la confianza entre las empresas de servicios se mantenía cerca del máximo de este año. La mejora reflejaba una demanda interna sólida, un impulso cada vez mayor de la inversión relacionada con la IA y una disminución de las preocupaciones sobre las limitaciones de la oferta. Esto respaldaba una visión bastante constructiva del panorama de crecimiento japonés.

En China, los datos de inflación de julio sorprendían a la baja tanto

en los precios al consumidor como en los precios al productor. La inflación general del IPC caía al 0,5% interanual desde el 1,0% en junio, por debajo del consenso del mercado del 0,8%. La inflación de los alimentos se mantenía negativa, pero subía ligeramente al -1,5% interanual desde el -1,6% en junio. Los datos de julio no reflejarían un impacto relacionado con el clima en el IPC de julio, sino que los principales impulsores estarían vinculados a movimientos de precios relacionados con el petróleo y el turismo. La inflación del IPC no alimentario se desaceleraba al 0,9% interanual desde el 1,5% en junio. El IPC subyacente, excluyendo alimentos y energía, descendía ligeramente hasta el 0,9% interanual desde el 1,0%, lo que reflejaba la debilidad de los precios del oro y la bajada de los precios de los electrodomésticos. Por otra parte, la inflación del IPP también sorprendía a la baja, cayendo al 3,5% interanual desde el 4,1% en junio, por debajo de las expectativas de consenso del 3,9%. El descenso se debió enteramente a la bajada de los precios de las materias primas. La contribución del sector de materias primas a la inflación general del IPP caía en 0,7pp, principalmente debido a la bajada de los precios del petróleo y el gas, los metales no ferrosos y los productos químicos. ■



TERCERA SEMANA

Presión en la parte larga y ultralarga de la curva.

En la tercera semana, los temas dominantes eran el alza en la rentabilidad de los bonos y la continuidad del conflicto en Oriente Medio. El mercado mostraba preocupación por la financiación de las enormes inversiones destinadas a la infraestructura de la IA. El IBEX bajaba un 0,97% y el Euro Stoxx bajaba un 1,18%. El S&P500 bajaba un 1,43% y el NASDAQ bajaba un 2,05%. La presión en la parte larga y ultralarga de la curva, especialmente en EEUU, provocaba la “intervención” del Tesoro estadounidense, anunciando que doblará el programa de recompras de bonos en la parte del 10-30 años. La rentabilidad del bono americano a 10 años subía 3,8pb, a 4,7359%. La rentabilidad del bono alemán a 10 años subía 5,8pb, a 3,2559%. En divisas, el euro se apreciaba un 0,98% frente al dólar, a \$1,1678 El precio del oro subía un 5,44%, a \$4611,8. El barril Brent subía un 5,98%, a \$93,60% ante el deterioro de las perspectivas de un acuerdo entre EEUU e Irán.

El foco de los resultados estaba en las empresas de distribución al por menor con la idea de inferir, calibrar, la fortaleza del consumo, especialmente tras el flojo dato de

ventas minoristas de julio. Home Depot sorprendía con unos resultados mejores de lo esperado, impulsados por la demanda ligada a mantenimientos y reparaciones de viviendas, Target también era bien acogida por el mercado, ya que la recuperación de aranceles y el comportamiento de las ventas le permitían elevar sus guías. Por su parte, Lowe presentaba una lectura más mixta, ajustando sus guías a la parte baja de la banda de expectativas. Walmart, que superaba en facturación y beneficios, decepcionaba en crecimiento de las ventas y en las guías para el próximo trimestre.

La presión en la parte larga y ultralarga de la curva, especialmente en EEUU, provocaba la “intervención” del Tesoro estadounidense, anunciando que doblará el programa de recompras en la parte del 10-30 años. El Tesoro mostraba la incomodidad del Ejecutivo con los tipos por encima del 5,30% en el 30 años. El mercado se estaría tensionado por los riesgos inflacionistas derivados del conflicto geopolítico, el fuerte aumento de la demanda de capital ligado a la inversión en IA y el incontrolado crecimiento de la deuda pública. La “intervención” del Tesoro, se veía como una “táctica”, lo

que llevaba al propio Bessent a apuntar la presentación de planes de consolidación fiscal, sin dar detalles, a lo que el mercado no daba credibilidad. En la parte corta, el movimiento se veía contenido por el giro en las expectativas respecto a los movimientos de la Fed tras los últimos datos macro (empleo y ventas minoristas flojos e inflación sin sorpresas negativas) que habrían rebajado las probabilidades de subida en septiembre hasta el 34%.

Continuaban las tensiones en Oriente Próximo. Tras el final del periodo transitorio de 60 días, Irán amenazaba con volver a la ofensiva militar, mientras Trump descartaba extender el alto el fuego y se especulaba con posibles negociaciones por la puerta de atrás, posteriormente negadas por EEUU. Así, se llegaba al final de la semana sin visos de negociación y con el tráfico en el estrecho de Ormuz en mínimos, mientras Trump elevaba la presión económica sobre Irán y aquellos países que le den apoyo, a lo que Bessent añadía la amenaza de imponer las sanciones más duras de la historia.

En EEUU, las ventas minoristas caían un 0,6% respecto al mes anterior, cifra inferior al consenso. Todos los subíndices decepcionaban: las ventas sin incluir automóviles caían un 0,3%, las ventas sin incluir automóviles y gasolina un 0,2%, y el grupo de control, la medida relevante para el PIB, un 0,4%. En comparación con el año anterior, las ventas minoristas se desaceleraban a un aumento del 5,2 % en julio, por debajo del notable 8,5% de junio. El principal lastre provenía de las ventas en línea (-2,2 %) y los automóviles (-1,8 %), ambos probablemente debido a la vola-

tilidad más que a una tendencia emergente. En conjunto, restaban 76 puntos básicos a la cifra principal mensual. Otras categorías se mantenían bastante estables, con la excepción de una disminución en las ventas de estaciones de servicio del 0,9 % (en comparación con el -5,8 % de junio). Es probable que el informe tenga un impacto significativo en los indicadores de crecimiento del tercer trimestre, pero la caída en las ventas de automóviles y en línea puede sobreestimar la debilidad. Sin embargo, el impulso en otras categorías también se estaría desvaneciendo. La caída en las ventas minoristas es la tercera señal clara de flexibilidad después de la baja inflación y la lectura débil del mercado laboral.

En EEUU, la producción industrial en julio aumentaba un 0,2% con respecto al mes anterior, lo que se situaba por debajo de las expectativas. Sin embargo, la cifra de junio se revisaba al alza hasta el 0,3% desde el 0,1%. La utilización de la capacidad aumentaba al 76,3%, todavía muy por debajo del promedio a largo plazo del 79-80%, lo que indicaría una holgura continua. El sector manufacturero registraba un modesto aumento del 0,2%, y la cifra de junio se revisaba al alza hasta el 0,3% desde cero. Los automóviles y piezas de recambio lastraban el sector con un -2,1%. La producción de electricidad se mantenía alta durante todo julio, probablemente debido al aumento de la demanda de refrigeración. El sector de defensa y espacio resultaba más sólido con un 1,8%, frente al 0,9%. En general, el informe de julio reflejaría una recuperación industrial gradual y desigual. La manufactura se estaría estabilizando, pero no acelerando. Las empresas de

servicios públicos se estarían beneficiando de la demanda estacional. La minería y los metales mostraban una base más firme en lo que va del año.

En EEUU, el índice de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan caía a 51,0, por debajo de un amplio rango de estimaciones y por debajo de 55,2 en julio. Este fue el primer descenso en tres meses. El Índice de Condiciones Actuales bajaba de 54,8 a 51,8, y el Índice de Expectativas caía de 55,4 a 50,6. Mientras tanto, las expectativas de inflación a un año aumentaban al 4,3% desde el 4,2%. Las expectativas de inflación a 5-10 años se mantenían sin cambios en el 3,3%. Los precios más altos son solo una parte de la historia; más hogares también esperan menores ingresos futuros y tasas de interés más altas. En conjunto, estos factores pesan sobre las expectativas financieras de los hogares a corto plazo y, en cierta medida, flexibilizan los planes de gasto.

En EEUU, los inicios de viviendas descendían hasta 1,239 millones anualizados, claramente por debajo de los 1,345 millones previstos y de los 1,427 millones anteriores, lo que suponía una caída mensual del 12,4%, frente al descenso del 5,9% esperado y tras el fuerte avance del 19% previo. El índice manufacturero de la Fed de Filadelfia sorprendía positivamente al situarse en 47,4 puntos, muy por encima de los 24,8 esperados y de los 41,4 anteriores, reflejando un buen comportamiento de la actividad manufacturera.

En la Eurozona, los datos publicados esta semana reflejaban una mejora de algunos indicadores de ac-

tividad, aunque con señales todavía desiguales entre países. El índice ZEW de confianza inversora mejoraba con fuerza hasta 31,4 puntos, superando tanto los 25,9 previstos como los 23,4 anteriores, reflejando una mejora del sentimiento económico. Por el lado de la inflación, el IPC de julio se situaba en el 2,9% interanual, en línea con las previsiones, pero ligeramente por encima del 2,8% anterior, mientras que la tasa subyacente repuntaba hasta el 2,5%, también cumpliendo expectativas y frente al 2,4% previo; en términos mensuales, los precios avanzaban un 0,2%. En cuanto a la actividad, los PMI preliminares mostraban una evolución favorable en el conjunto de la región, especialmente en el sector manufacturero, donde el índice aumentaba hasta 52,8 puntos, claramente por encima de los 51,8 esperados y de los 51,9 anteriores. El PMI de servicios se mantenía en 51,7 puntos, ligeramente por encima de las previsiones, aunque la lectura era más débil en las principales economías; en Francia descendía hasta 48,4 puntos frente a los 49,4 esperados, mientras que en Alemania se situaba en 48,5, también por debajo del consenso de 50,1. En conjunto, los datos apuntaban a una mejora gradual de la actividad en la Eurozona, apoyada principalmente en el sector industrial, aunque la debilidad de los servicios en Francia y Alemania y el ligero repunte de la inflación seguían limitando las señales de una recuperación plenamente consolidada.

En el Reino Unido, los datos del mercado laboral mostraban holgura y justificaban la postura de “mantener” tipos del Banco de Inglaterra (BoE). El crecimiento salarial regular del sector privado se moderaba ligeramente hasta

el 2,8% interanual en junio, por encima de las expectativas debido a un dato mensual más sólido. El desempleo se mantenía en el 4,9%, pero las nóminas se contraían y las vacantes disminuían. En general, la situación del mercado laboral no se estaría deteriorando drásticamente, pero tampoco estaría mejorando. En general, creemos que existe una holgura significativa en el mercado laboral. Esto debería ayudar a contener los efectos de segunda ronda y, en cierta medida, restarle protagonismo al sector más duro del BoE, justificando una postura de mantenimiento de tipos prolongada.

En Japón, la economía crecía menos de lo esperado en el 2º Trim. con un crecimiento del 1,1% frente al 2% esperado, evidenciando el impacto de la incertidumbre global con la inversión cayendo un 1,2%. En cualquier caso, se apunta a que hay factores extraordinarios en esta lectura, que la economía sigue fuerte y, por tanto, sigue vivo el debate sobre la necesidad de subir tipos en la reunión de septiembre. En cualquier caso, la principal decepción venía del consumo, que habría caído ligeramente, frente a las expectativas de que registraría un avance del 0,5%, siendo la primera caída que registraba en 8 trimestres.

En China, en general, los datos han sido débiles desde el segundo trimestre y julio apunta a un comienzo decepcionante del tercer trimestre. El mal tiempo y las hostilidades renovadas en Oriente Medio pueden haber jugado un papel, pero el mensaje más amplio es que el impulso interno sigue siendo débil y el apoyo político aún no ha aumentado significativamente. La

reunión del Politburó de julio prometió apoyo fiscal para impulsar el crecimiento, pero ha habido pocas medidas desde entonces. La continua debilidad en el tercer trimestre ejercería presión sobre el objetivo de crecimiento anual del 4,5-5,0%.

En China, los datos de actividad en julio mostraban una desaceleración generalizada, con todos los indicadores clave por debajo de las expectativas. La producción industrial crecía un 4,5% anual en julio, por debajo del 5,3% de junio y del consenso del 5,0%. La desaceleración reflejaba menores exportaciones, menor generación de energía, menor producción farmacéutica y continua debilidad en los sectores vinculados a la propiedad y la infraestructura. El clima adverso y la persistente tensión en la cadena de suministro relacionada con Oriente Medio también podrían haber afectado la actividad. La fabricación de alta tecnología seguía siendo el principal punto brillante, acelerándose al 16,9% interanual desde el 14,1% en junio, respaldada por un fuerte crecimiento en robots industriales, vehículos de nueva energía y circuitos integrados.

En China, las ventas minoristas nominales también decepcionaban, desacelerándose al 0,6% anual en julio desde el 1,0% en junio, muy por debajo de las expectativas del 1,5%. La debilidad era liderada por las ventas de bienes, especialmente automóviles, combustible, muebles y materiales de construcción. La baja confianza del consumidor, la anticipación en la demanda de recambio y la continua debilidad de la propiedad lastraban el gasto. Los electrodomésticos y los equipos

electrónicos eran puntos relativamente positivos, ayudados por el apoyo de las políticas y los efectos de base. La actividad de servicios también se ralentizaba, con el Índice de Producción de la Industria de Servicios (en términos reales) aumentando un 4,3% anual en julio, por debajo del 4,7% en junio, lo que confirmaba un impulso interno más débil más allá del consumo de bienes.

En China, la inversión en activos fijos (IAF) se debilitaba más bruscamente. La IAF en lo que va del año caía un 6,7% interanual en enero-julio, en comparación con una caída del 5,7% interanual en enero-junio y por debajo de las expectativas de -6,2%. En términos de un solo mes, la IAF caía un 12,8% interanual en julio, peor que el -9,3% interanual de junio. La inversión manufacturera se atenuaba, la inversión en infraestructura se debilitaba y el crecimiento de la inversión inmobiliaria se mantenía profundamente negativo. La inversión privada también se mantenía débil. La inversión en alta tecnología seguía siendo el punto positivo clave, aumentando un 5,0% interanual en lo que va del año y acelerándose por segundo mes consecutivo.

En China, los indicadores inmobiliarios se mantenían débiles, aunque se registraban señales incipientes de estabilización en las grandes ciudades. Los precios de las viviendas nuevas caían un 0,18% intermensual y los precios de las viviendas usadas disminuían un 0,29% intermensual en julio. Veintitrés de las 70 ciudades veían que los precios de las viviendas nuevas se estabilizaban o aumentaban, el mayor en 15 meses, pero la mejora del merca-

do secundario seguía siendo limitada. Las ventas de propiedades, los nuevos inicios y la actividad de construcción se mantenían bajo presión. En general, el mercado inmobiliario aún no habría tocado fondo, y es probable que el progreso sea gradual dados los elevados inventarios, la débil inversión y la presión sobre el patrimonio de los hogares.■

CUARTA SEMANA

Nvidia presenta unos resultados mejores de lo esperado.

En la cuarta semana, el contexto estuvo determinado por los avances en las negociaciones en Oriente Medio, que podrían favorecer una apertura progresiva del Estrecho de Ormuz. En el plano empresarial, NVIDIA presentaba resultados mejores de lo esperado y unas guías muy positivas, aportando cierto alivio al mercado tras las dudas sobre las elevadas inversiones ligadas a la IA. También Salesforce publicaba cifras por encima de las expectativas. El IBEX subía un 0,40% y el Euro Stoxx subía un 0,37%. El S&P 500 subía un 0,49% y el NASDAQ subía un 0,85%. El nivel del 5,33% en los bonos del Tesoro a 30 años no se veía desde 2007, antes de la crisis financiera. Entonces Scott Bessent entraba en escena anunciando que redoblaría las subastas de recompra de bonos a largo plazo. El Tesoro estaría comprando bonos a 30 años, financiados mediante la emisión de letras del Tesoro a corto plazo, valores que, convenientemente, el banco central estaría comprando actualmente en grandes cantidades. El mundo estaría entrando en una nueva era de abultadas necesidades de capital, para centros de datos, armamento y relocalización industrial. La rentabilidad del bono americano a 10 años bajaba 2pb, a 4,7160%. La rentabilidad del bono alemán subía 1,7pb, a 3,2731%. En divisas, el euro se depreciaba un 0,81% frente al dólar, a \$1,1583. El precio del oro se depreciaba un 3,37%, a \$4.453,8. El barril Brent bajaba un 4,26%, a \$88,29%. Continuaba las negociaciones de Irán y Oman para acordar los detalles del control del Estrecho de Ormuz, creciendo así las expectativas de

que se logre una apertura de este canal.

Nvidia presentaba unos resultados trimestrales mejores de lo esperado, con unos ingresos de \$96,22 millardos (frente a \$92,17 esperados) y un beneficio ajustado por acción de \$2,22 (frente a \$2,10 esperados). Sin embargo, lo más relevante de estos resultados era el crecimiento esperado por Nvidia del 70% de los ingresos para su próximo ejercicio fiscal (frente a 44% esperados), que finaliza en enero de 2028, poniendo de manifiesto que el mercado de computación para IA continúa expandiéndose. Advertía, no obstante, que la escasez de componentes de memoria seguía limitando su capacidad para crecer al ritmo de la demanda. El CEO, Jensen Huang, declaraba que “la demanda es muy superior al 70% [para el crecimiento de los ingresos del año fiscal 2028] y la oferta nos permite entregar con confianza el 70%, y vamos a seguir trabajando con nuestra cadena de suministro para aumentarla”. La acción subía un 9%.

La empresa de software Salesforce, presentaba unos resultados trimestrales con unos ingresos aumentando un 10,8% interanual hasta los \$11,35 millardos y un beneficio de \$3,526 millardos, lo que suponía un aumento interanual del 87%. De esta forma, la compañía aumentaba su previsión de ingresos para el año hasta los \$46,1 a \$46,4 millardos, frente a las guías anteriores de \$45,9 a \$46,2 millardos. Además, Salesforce habría lanzado un



nuevo complemento que integra sus propias funcionalidades con el modelo de IA Claude de Anthropic, lo cual gustaba al mercado que la premiaba con una fuerte subida tras presentar sus resultados trimestrales y anunciar su alianza con Anthropic, con el lanzamiento de “Claudeforce”. En lugar de competir, han integrado de forma bidireccional el modelo Claude de Anthropic con los datos y flujos empresariales de Salesforce. El temor a que la Inteligencia Artificial destruyera el software tradicional como servicio, habría dado, con dicho acuerdo, un giro radical. Mostraba, por tanto, que las empresas de software pueden beneficiarse de la IA. Por otra parte, la empresa de ciberseguridad CrowdStrike, mencionaba una historia similar: elevando su perspectiva para todo el año y su CEO manifestaba: “Estamos en una carrera armamentística. La IA está impulsando más ciberataques y, por ello, la IA estaría impulsando más gasto en ciberseguridad”

Qatar intensificaba sus esfuerzos de mediación, con la visita de su primer ministro a Teherán para tratar de reactivar la diplomacia entre EEUU e Irán, cuando se cumplen ya seis meses desde el inicio del conflicto. El foco continuaba puesto en el Estrecho de Ormuz, donde Irán y Omán negociaban la apertura de un corredor marítimo conjunto y libre de minas, generando cierto alivio en el mercado y llevando al petróleo hacia niveles de 89\$/barril, con una caída del -5% semanal. En paralelo, EEUU intensificaba la presión económica sobre Irán con nuevas sanciones dirigidas a entidades, individuos y barcos. El anuncio, no obstante, no se

plasmaba en medidas inmediatas y drásticas contra países como China, los Emiratos Árabes Unidos, Turquía e Irak, los mayores socios comerciales de Irán antes de la guerra.

Se publicaban las actas del BCE de la reunión de julio, donde se confirmaba que la última pausa no supone el final del ciclo de subidas de tipos. Con la inflación todavía cercana al 3% y una economía más resiliente de lo esperado, aumentaba la probabilidad de una nueva subida de 25pbs en septiembre. Por otro lado, se publicaba el crecimiento del crédito a empresas, que se aceleraba hasta el 4,4% en julio, su mayor ritmo en más de tres años. Aunque la decisión de mantener los tipos de interés sin cambios en julio era unánime. En general, los miembros del Comité de Gobernanza coincidían en que el aumento de la inflación general se debe al alza de los precios de la energía y que no hay indicios de que la inflación subyacente se esté ampliando. Sin embargo, en cuanto a la respuesta monetaria, el BCE se mostraba bastante dividido. Algunos argumentaban que, aunque aún no se habían manifestado los efectos de segunda ronda, era necesario actuar con rapidez para evitar quedarse rezagados. Estos miembros también argumentaban que los tipos debían situarse en un territorio ligeramente restrictivo, ya que los tipos de interés actuales no frenaban la economía, lo cual se corroboraba con la mayor aceleración del crecimiento de los préstamos a empresas y hogares. Otros argumentaban que las condiciones financieras se habrían endurecido desde la reunión anterior, favoreciendo un enfoque más prudente

de la política monetaria.

Las declaraciones del vicegobernador del Banco de Japón (BoJ), Ryozyo Himino, reforzaban el sesgo restrictivo del BoJ, destacando los riesgos de inflación al alza derivados de los efectos de la guerra en Oriente Medio, la demanda global relacionada con la IA y la continua debilidad del yen. Al mismo tiempo, Himino sugería que los riesgos a la baja para el crecimiento habrían disminuido, reforzando el argumento a favor de una mayor normalización de la política monetaria. Himino señalaba que un tipo de interés del 1% seguiría siendo acomodaticio (“seguimos pisando el acelerador”), advirtiendo que la inflación subyacente podría superar el 2%, y enfatizando que las subidas oportunas podrían prevenir un repunte inflacionario y, por lo tanto, evitar un endurecimiento más pronunciado posteriormente. Sin embargo, Himino no llegaba a señalar explícitamente una subida de tipos en la reunión del Banco de septiembre.

En EEUU, la inflación de los gastos de consumo, PCE, de julio resultaba ligeramente superior a lo esperado, en el 0,2%, a pesar de las disminuciones en los precios de la energía (-1,5%) y los precios de los alimentos (-0,1%). La discrepancia con la estimación de consenso del 0,1% se debió al redondeo al alza del aumento registrado del 0,156%. Los precios del PCE subyacente aumentaban un 0,2%. La inflación general y la inflación subyacente se mantenían en el 3,7% y el 3,3%, en tasa anual. La renta personal aumentaba un 0,4%, y la renta disponible un 0,5%. Estos au-

mentos respaldaban un incremento mensual del 0,2% en el gasto y elevaban ligeramente la tasa de ahorro del 2,6% al 3%. Sin embargo, el gasto real se mantenía estable en julio. La segunda lectura del PIB del segundo trimestre se mantenía sin cambios en una tasa anualizada del 1,5%, en línea con las expectativas, y cayendo respecto al 2,1% anterior. El déficit comercial de bienes se ampliaba hasta los \$118,8 millardos, como consecuencia de la caída de las exportaciones y del fuerte repunte de las importaciones de bienes de capital.

En EEUU, el Índice de Confianza del Consumidor del Conference Board se situaba en 89,4 en agosto, por debajo de la estimación de consenso. La lectura de julio se revisaba a la baja a 90,2, lo que marcaba una disminución de 0,8 puntos con respecto al mes anterior. Esta era la lectura más baja en siete meses. El Índice de Expectativas, se situaba en 68,2, permaneciendo por debajo del umbral de 80, históricamente asociado con el riesgo de recesión. El descenso se debía al empeoramiento de las perspectivas para las empresas y el mercado laboral, ya que los consumidores se mostraban más pesimistas sobre la disponibilidad de empleo y el crecimiento de los ingresos en el futuro. Sin embargo, la evaluación actual mejoraba ligeramente, por el mercado laboral que mejoraba de 2,7 a 7,5. En consecuencia, los planes de gasto se moderaban levemente.

En la Eurozona, la actividad se mantenía estable a pesar de las preocupaciones geopolíticas mundiales, lo que sugería que el crecimiento del

3º Trim. seguirá siendo sólido a pesar de la incertidumbre geopolítica y los precios más altos del petróleo. El PMI compuesto subía ligeramente a su nivel más alto en nueve meses (52,1), ya que la mayor producción manufacturera (53,4) compensaba una expansión más moderada pero estable en los servicios (51,7). La manufactura se beneficiaba de la acumulación de existencias por precaución, mejorando la demanda de bienes y equipos tecnológicos relacionados con la IA vinculados a un mayor gasto en defensa. El turismo apoyaba a los servicios, particularmente fuera de Alemania y Francia. Los nuevos pedidos aumentaban al ritmo más rápido en 40 meses, mientras que los pedidos de exportación se expandían por primera vez en cuatro años y medio. El empleo aumentaba por primera vez en 2026, apoyado por los servicios y un aumento marginal en los empleos manufactureros. Las presiones inflacionarias también se aliviaban, con una moderación tanto de la inflación de los costes de los insumos como de los precios de venta, aunque los costes se mantenían elevados en comparación con los estándares históricos.

En Alemania, el Indicador de Clima del Consumidor, GfK, mejoraba a -26,6 de cara a septiembre de 2026 desde un revisado -29,4 en agosto. La cifra negativa sigue siendo pesimista, pero esta lectura era la menos pesimista desde marzo y mejoraba las previsiones de un descenso a -29,6. La mejora se debía principalmente a expectativas de ingresos más fuertes, que subían 16,2 puntos hasta 1,7, su nivel más alto en seis meses, a medida que los consu-

midores se volvían más optimistas sobre sus perspectivas financieras. El índice Ifo de confianza empresarial en agosto subía a 88,8 desde 86,6 en julio, superando las expectativas de 87,2 y alcanzando su nivel más alto en 12 meses. Este era el cuarto aumento mensual consecutivo, con una mejora significativa tanto en el componente de condiciones actuales como en el de expectativas. El alza se sumaba a la evidencia de que la economía estaría mostrando una mayor resiliencia a pesar de los elevados precios del petróleo, las renovadas tensiones comerciales, los bajos niveles de agua que amenazan las cadenas de suministro de transporte e industriales y la lenta implementación de las reformas. Aún es demasiado pronto para hablar de una recuperación autosostenible, pero el crecimiento superior al potencial en el primer semestre del año, la mejora de los pedidos y cuatro meses de mayor confianza apuntan a un impulso más firme. Las perspectivas a largo plazo dependerán del estímulo fiscal, la inversión en defensa e infraestructura, y la capacidad del gobierno para convertir los planes de reforma en acciones concretas. El crecimiento sostenible también requerirá una mayor competitividad, energía asequible e incentivos más directos para apoyar la inversión empresarial y el consumo privado.

En Alemania, la lectura final del PIB del 2º Trim. se revisaba al alza hasta el 0,3% desde la estimación preliminar del 0,2% trimestral, elevando el crecimiento anual al 1,0% desde el 0,9%. Los detalles indicaban que la inversión en infraestructura finalmente habría comenzado a llegar

a la economía real. Alemania también se beneficiaba, ya que otras regiones se vieron más afectadas por el cierre del estrecho de Ormuz, lo que convertía a algunas empresas alemanas en beneficiarias relativas de la crisis. Por lo tanto, la economía parecería encaminarse hacia su mejor desempeño de crecimiento anual desde 2022. Sin embargo, el prolongado conflicto en Oriente Medio, los altos precios del petróleo, el riesgo de precios más altos del gas en la próxima temporada de invierno, las renovadas tensiones comerciales y las interrupciones del transporte debido a los bajos niveles de los ríos siguen siendo riesgos importantes a corto plazo.

En Japón, el PMI compuesto subía a 53,4, un máximo de seis meses, con fortalecimiento tanto de la manufactura como de los servicios. La actividad manufacturera se mantenía robusta, respaldada por una fuerte demanda relacionada con semiconductores e IA, mientras que la flexibilización de las restricciones de suministro ayudaba a sostener el crecimiento de la producción. Los nuevos pedidos de exportación alcanzaban su nivel más alto desde 2018, lo que apuntaba a una demanda externa resiliente. Mientras tanto, la actividad de servicios repuntaba gracias al sólido gasto interno. Las presiones de costes seguían elevadas a pesar del menor impacto de la energía, lo que reflejaba la debilidad del yen y el fuerte crecimiento salarial. En general, la encuesta sugería que la actividad económica continuaba por encima de su potencial, lo que respaldaba la idea de una economía japonesa resiliente y apoyaba la normalización de las po-

líticas.

En Japón, el IPC de julio se aceleraba ligeramente. El IPC general de julio se situaba en el 1,9% interanual (tras el 1,7% de junio), con la tasa subyacente (IPC excluyendo alimentos frescos) en el 1,8% (frente al 1,6%) y la tasa subyacente, excluyendo alimentos y energía, en el 1,5% (frente al 1,2%), el primer aumento en nueve meses. Uno de los principales impulsores era una fuerte aceleración en la inflación de bienes básicos, que subía al 2,2% interanual desde el 1,4% a medida que los precios más altos de los productos relacionados con el petróleo (detergentes y envases de plástico) se trasladaban cada vez más a los consumidores. La inflación de los alimentos también se volvía a acelerar, alcanzando el 3,0% interanual, con el aumento de los costes de los envases y los insumos intermedios compensando la caída de los precios del arroz. De cara al futuro, prevemos un repunte de la inflación debido a la continua debilidad del yen y al aumento de los costes energéticos, ya que las empresas están dispuestas a trasladar esos costes al consumidor. Con una demanda interna que se mantiene sólida y unas expectativas de inflación al alza, los datos respaldan la previsión de una subida de tipos anticipada por parte del Banco de Japón, posiblemente ya en septiembre.

China habría impulsado, con fuertes subvenciones públicas, el desarrollo de robots humanoides. Sin embargo, la capacidad de producción estaría avanzando más rápido que la demanda comercial y los precios estarían bajando. El sector espe-

raría una futura consolidación, ya que los robots carecerían, todavía, de la inteligencia, fiabilidad y destreza necesarias para un uso generalizado en el trabajo. No obstante, es previsible que China mantenga una posición dominante en la fabricación mundial de humanoides. ■

PERSPECTIVAS PARA LOS PRÓXIMOS MESES

La capacidad de la Reserva Federal para enfriar la economía mediante subidas de tipos de interés podría estar perdiendo parte de su eficacia. La emergencia de un nuevo régimen económico, caracterizado por la inversión masiva en inteligencia artificial, centros de datos, infraestructuras energéticas, capacidades militares y procesos de relocalización industrial, está generando unas necesidades de capital excepcionalmente elevadas. En este contexto, la demanda estructural de financiación tiende a elevar la rentabilidad exigida por los proveedores de capital y reduce la sensibilidad de determinadas inversiones al coste del dinero. Como consecuencia, la política monetaria afecta de forma cada vez más desigual a empresas, consumidores e inversores. El coste del capital continúa siendo relevante, pero ya no condiciona de manera homogénea las decisiones económicas de los distintos actores.

La transición desde la

economía de la globalización hacia una economía de competencia estratégica constituye probablemente el cambio más importante en el marco macroeconómico internacional desde el final de la Guerra Fría. Este desplazamiento está actuando, además, como un potente motor estructural de inflación al revertir algunos de los factores desinflacionarios que caracterizaron las últimas décadas: la expansión del comercio internacional, la integración de las cadenas globales de suministro, la abundancia de mano de obra de bajo coste y el predominio de criterios de eficiencia en la asignación del capital. Como consecuencia, tanto el nivel de los tipos de interés como la eficacia de la política monetaria quedan condicionados por fuerzas estructurales que trascienden el ciclo económico convencional.

La vulnerabilidad de las cadenas de suministro, las tensiones geopolíticas y la creciente importancia de las tecnologías avanzadas han impulsado un cambio de prioridades en la



política económica. La eficiencia ya no constituye el único objetivo. La resiliencia, la seguridad nacional, la autonomía tecnológica y la soberanía económica ocupan un lugar cada vez más relevante en la formulación de las políticas públicas. En este nuevo contexto, la política industrial y la política fiscal recuperan protagonismo frente al predominio casi exclusivo que ejerció la política monetaria durante la era de la globalización.

En este nuevo contexto, la inteligencia artificial emerge como el eje organizador de una nueva arquitectura económica. La IA ya no se considera únicamente una innovación empresarial capaz de aumentar la productividad o generar beneficios para determinadas compañías tecnológicas. Se está transformando progresivamente en una infraestructura estratégica nacional. Del mismo modo que el petróleo fue un recurso decisivo en el siglo XX, la capacidad computacional, los semiconductores avanzados, los centros de datos y los modelos de inteligencia artificial empiezan a percibirse como activos de importancia estratégica.

Esta transformación modifica profundamente la naturaleza de las políticas económicas. Durante décadas, la principal pregunta para los inversores era qué haría la Reserva Federal o cualquier otro banco central. La evolución de los tipos de interés condicionaba el precio de los activos, el coste de financiación de las empresas y el comportamiento de los consumidores. Hoy la cuestión empieza a ser diferente: qué sectores considera estratégicos el Estado, qué programas industriales se van a financiar y qué nivel de

inversión pública se considera necesario para mantener la competitividad tecnológica y geopolítica.

La consecuencia inmediata es que la política fiscal y la política industrial recuperan protagonismo frente a la política monetaria. Gobiernos de distintas orientaciones ideológicas están impulsando programas de inversión masiva en semiconductores, infraestructuras digitales, redes eléctricas, transición energética, defensa y tecnologías avanzadas. Estos programas no responden únicamente a consideraciones de crecimiento económico a corto plazo, sino también a objetivos de seguridad nacional y liderazgo tecnológico.

En este contexto adquiere especial relevancia la observación del secretario del Tesoro americano, Scott Bessent, acerca de la relativa indiferencia de determinadas empresas de inteligencia artificial frente al coste financiero. Cuando una compañía considera que participa en una carrera tecnológica decisiva para su posición competitiva futura, la prioridad no es optimizar el coste de financiación, sino asegurar capacidad computacional, acceso a chips avanzados, energía suficiente y liderazgo tecnológico. Si la expectativa de beneficios futuros es extraordinariamente elevada, una diferencia de uno o dos puntos porcentuales en el coste del capital puede perder importancia relativa. Esta situación plantea importantes desafíos para la eficacia de la política monetaria tradicional. Si una parte creciente de la inversión responde a incentivos estratégicos y no exclusivamente financieros, las subidas de tipos de interés podrían resultar menos eficaces para moderar la actividad económica. La Reserva

Federal seguiría conservando capacidad para influir sobre la demanda agregada, pero su papel como principal instrumento anticíclico podría verse progresivamente reducido.

Al mismo tiempo, los déficits públicos adquieren una naturaleza distinta. Durante décadas se entendían fundamentalmente como herramientas coyunturales para estabilizar la economía durante las recesiones. Ahora empiezan a reflejar necesidades estructurales ligadas a la inversión estratégica. La construcción de redes eléctricas capaces de alimentar centros de datos de IA, el refuerzo de las capacidades militares, la relocalización de determinadas industrias o el apoyo a sectores tecnológicos considerados críticos exigen niveles de gasto público elevados incluso en periodos de crecimiento económico relativamente sólido.

Para los mercados financieros, este cambio de régimen puede tener consecuencias profundas. Una de las más importantes es la posible pérdida de algunas correlaciones históricas que dominaron la etapa posterior a la crisis financiera de 2008. Durante gran parte de ese periodo, los bonos soberanos actuaban como refugio cuando las bolsas corregían. En un mundo de inflación estructuralmente baja y bancos centrales creíbles, los inversores podían confiar en que una desaceleración económica conduciría a menores tipos de interés y, por tanto, a una apreciación de la renta fija.

Sin embargo, en un régimen caracterizado por déficits persistentes, necesidades crecientes de financiación pública y una mayor importancia de factores geopolíti-

cos, esa relación puede dejar de funcionar con la misma intensidad. Los bonos y las acciones podrían verse afectados simultáneamente por episodios de inflación inesperada o por incrementos de las primas de riesgo asociadas a la sostenibilidad fiscal.

Asimismo, sectores tradicionalmente periféricos adquieren una nueva relevancia estratégica. La energía, las materias primas críticas, las infraestructuras eléctricas, los centros de datos, la ciberseguridad o la defensa dejan de ser simples sectores económicos para convertirse en componentes esenciales de la seguridad nacional y de la competitividad internacional.

Si se analiza este nuevo régimen desde la perspectiva de los riesgos, existen dos cuestiones particularmente relevantes.

La primera es de carácter institucional. La inteligencia artificial promete ganancias extraordinarias de productividad, avances científicos más rápidos y una nueva ola de crecimiento económico. Sin embargo, la cuestión verdaderamente decisiva es si las instituciones económicas y políticas serán capaces de aprovechar ese potencial sin sacrificar los principios que hicieron posible la prosperidad de las últimas décadas: estabilidad macroeconómica, competencia efectiva, mercados abiertos y cooperación internacional. La creciente intervención pública puede fortalecer la autonomía tecnológica, pero también conlleva el riesgo de desplazar decisiones económicas hacia criterios cada vez más políticos o geoestratégicos. La segunda es el riesgo de sobreinversión estratégica. La historia

económica muestra que las grandes transformaciones tecnológicas suelen ir acompañadas de episodios de exuberancia. La construcción de infraestructuras puede avanzar mucho más deprisa que la generación efectiva de beneficios. Ocurrió con los ferrocarriles en el siglo XIX, con las telecomunicaciones en los años noventa y, en cierta medida, con internet durante la burbuja tecnológica. La inteligencia artificial podría seguir una trayectoria similar. La magnitud de las inversiones actualmente anunciadas en centros de datos, semiconductores y capacidad energética responde tanto a expectativas de rentabilidad futura como al temor de quedar rezagado en una competición estratégica global.

Si las expectativas sobre la IA resultaran excesivamente optimistas, podría producirse una corrección significativa tras un periodo de inversiones extraordinarias. No porque la tecnología carezca de valor transformador, sino porque la capacidad instalada habría crecido más rápidamente que la demanda efectiva o que los beneficios realmente generados.

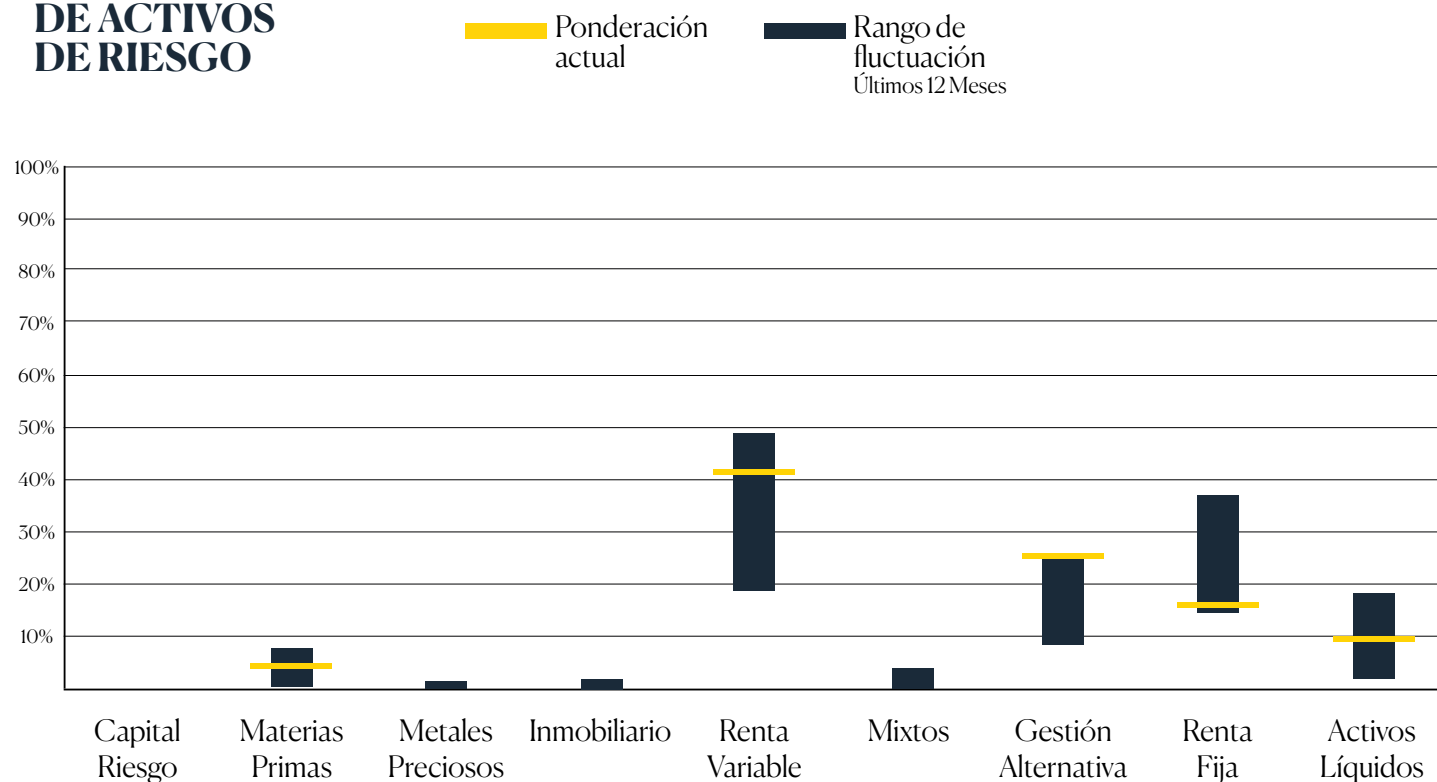
La gran incógnita de la próxima década será doble. Primero, si las instituciones serán capaces de preservar la estabilidad macroeconómica, la apertura económica y la competencia en un contexto de creciente rivalidad estratégica. Segundo, si la inversión masiva en inteligencia artificial acabará generando beneficios proporcionales al capital comprometido o si, como ha ocurrido repetidamente en la historia de las grandes revoluciones tecnológicas, el entusiasmo terminará dando paso a una fase de ajuste. Ambos desafíos se desarrollarán además

en un entorno potencialmente más inflacionario, marcado por la relocalización de actividades productivas, la reorganización de las cadenas de suministro, la competencia por recursos estratégicos y un mayor protagonismo de la política industrial. De la respuesta a estas cuestiones dependerá que la inteligencia artificial se convierta en el fundamento de una nueva era de prosperidad o en el origen de desequilibrios económicos y financieros duraderos.■

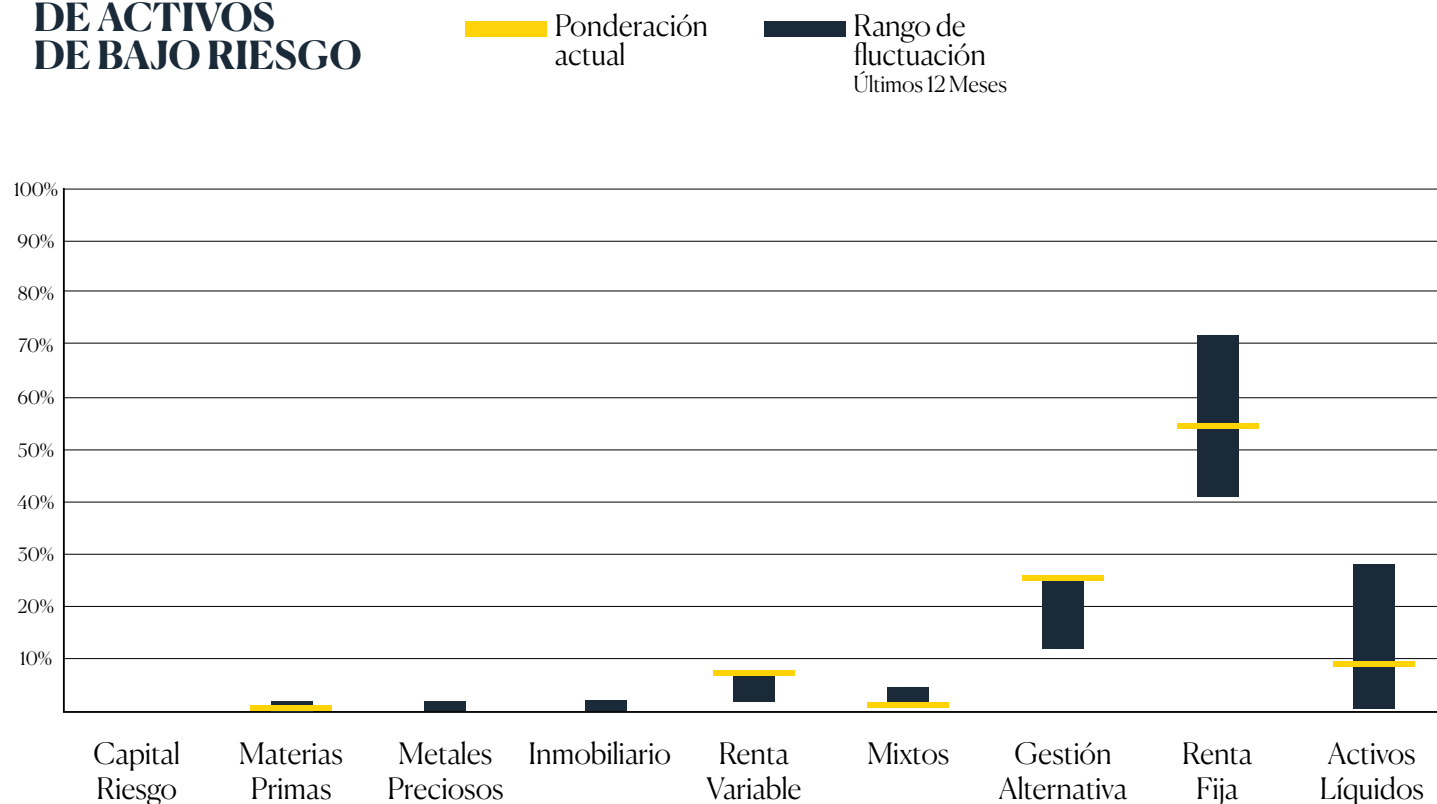
NUESTRAS APUESTAS

	--	-	N	+	++
Liquidez					
Renta Fija					
Gobierno					
Inflación					
Crédito Alta Calidad					
Crédito Financiero					
Crédito Grado Especulativo					
Deuda Emergente					
Renta Variable					
EE.UU					
Europa					
Emergentes					
Japón					
USD					
Materias Primas					

ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE RIESGO



ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE BAJO RIESGO



OPERACIONES DE LAS CARTERAS

ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE BAJO RIESGO

En la Estrategia de Activos de Bajo Riesgo, a principios de mes, ante el tensionamiento de los tipos de interés, redujimos la duración, saliendo, en su totalidad, del fondo YIS 5Y+ EMU Government Bond EUR y entrando en el fondo YIS 3-5 Year EMU Government Bond EUR. Asimismo, aumentamos la exposición a renta variable, entrando en los fondos con mejor comportamiento relativo. Así, entramos un 1% más en los fondos JPM Global Value Fund Acc EUR y YIS MSCI EMU Universal Acc EUR. Del mismo modo, aumentamos la exposición a gestión alternativa market neutral entrando en los fondos con mejor comportamiento relativo. Así, entramos un 1% más en los fondos BNY Mellon Abs Ret Glob Convertible EUR y Jupiter Merian GIEq Abslt Retrn Hdg EUR.

Por otra parte, y con el fin de hacer liquidez, salimos en su totalidad del fondo YIS 1-3 Year Italian Government Bond, entrando en monetario y, continuamos rebajando duración saliendo, un 2,67% del fondo YIS EMU Government Bond EUR y entrando en el fondo YIS 1-3 Year EMU Government Bond Acc EUR. Asimismo, aumentamos la exposición a renta variable entrando un 1% en el fondo YIS MSCI EMU Universal Acc EUR, por el mejor comportamiento relativo del fondo y, por el mismo motivo, aumentamos la exposición a gestión alternativa market neutral, entrando un 0,5% más en los fondos BSF Systematic US Equity Abs.Ret.Hd EUR y BSF Systematic Global Eq Abs Ret Hd EUR.

A mediados de mes y debido a las menores expectativas de subidas de tipos por parte de la Reserva Federal a raíz de los datos económicos más débiles que se iban conociendo en EEUU, continuamos reduciendo duración, tras el repunte de las rentabilidades en la parte larga de la curva saliendo, en su totalidad del fondo YIS US Government Bond EUR entrando en el fondo YIS 1-3 Year EMU Government Bond Acc EUR y del Vanguard 20+ Year Euro Treasury Index Fund, entrando en el Vanguard Euro Government Bond Index EUR Ac. Asimismo, y por los mismos motivos explicados anteriormente, redujimos la exposición al dólar, saliendo en su totalidad de los siguientes fondos: Fidelity Global Dividend Fund Acc EUR y JPM Global Value Fund Acc EUR, entrando en los mismos fondos, pero en la clase con la divisa cubierta. Del mismo modo, salimos en su totalidad del fondo Eurizon Emerging Bond Total Return entrando, un 3%, en un nuevo fondo, el Pictet TR-Sirius HI EUR, fondo de renta fija emergente de retorno absoluto con la divisa cubierta. Por otra parte, y debido al mal comportamiento del sector inmobiliario, salimos en su totalidad del fondo BNPP Europe Real Estate Sec Privil Acc EUR para entrar en monetario.

A finales de mes y debido al mal comportamiento relativo del fondo, salimos un 1,5% del fondo BSF Systematic Style Factor Fund Hd EUR.■

OPERACIONES DE LAS CARTERAS

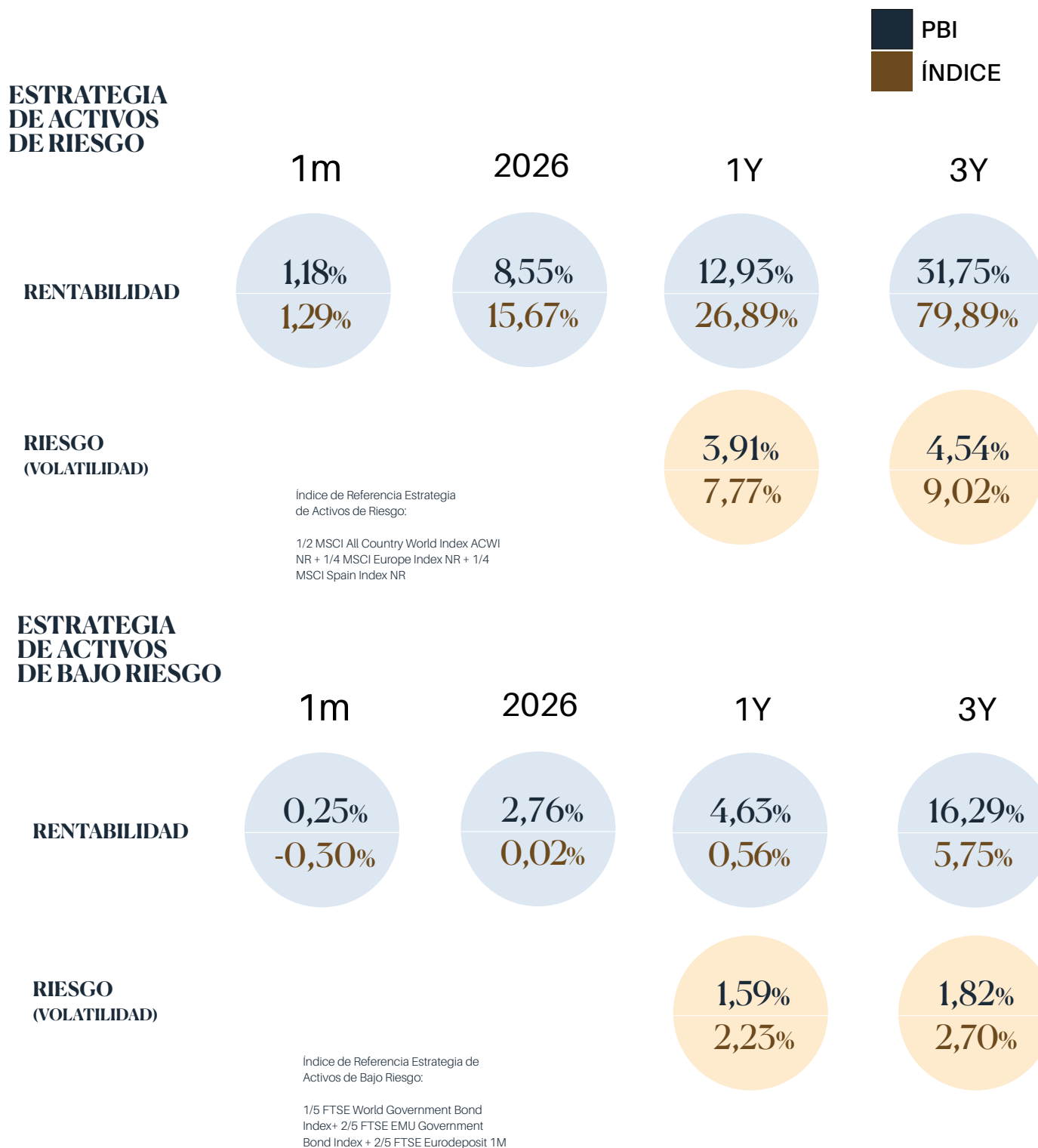
ESTRATEGIA DE ACTIVOS DE RIESGO

En la Estrategia de Activos de Riesgo, a principios de mes y debido al mal comportamiento relativo del fondo, salimos en su totalidad del fondo Pictet Fund Biotech EUR aumentando la exposición a los fondos con mejor comportamiento relativo. Así, entramos un 1,5% más en el fondo JPM Global Value Fund Acc EUR y un 1% más en el fondo YIS MSCI EMU Universal Acc EUR. Asimismo, y al igual que hicimos en la estrategia de activos de bajo riesgo, aumentamos la exposición a gestión alternativa market neutral, entrando en los fondos con mejor comportamiento relativo. Así, entramos un 1% más en los fondos BNY Mellon Abs Ret Glob Convertible EUR y Jupiter Merian GI Eq Abslt Retrn Hdg EUR. Del mismo modo y debido al buen comportamiento de los mercados en general y del mercado español en particular, ante el anuncio del posible acuerdo entre EEUU e Irán, aumentamos la exposición, un 1,5%, en el fondo Fidelity Iberia Fund Acc y, al igual que en la estrategia de activos de bajo riesgo, aumentamos la exposición a gestión alternativa market neutral, entrando un 0,5% más en los fondos BSF Systematic US Equity Abs.Ret.Hd EUR y BSF Systematic Global Eq Abs Ret Hd EUR. Por otra parte, aumentamos la exposición, un 1%, en el fondo GS Glob Future Economic Security R Acc EUR, con el fin de coger algo más de exposición a semiconductores, IA y electrificación y, debido al buen comportamiento relativo del fondo, entramos un 1% más en el fondo Fidelity Italy Fund Acc.

A mediados de mes, debido a la debilidad del dólar, por las menores expectativas de subidas de tipos por parte de la Reserva Federal a raíz de los datos económicos más débiles que se iban conociendo en EEUU, redujimos la exposición a dólar, saliendo en su totalidad de los siguiente fondos: Fidelity Global Dividend Fund Acc EUR, JPM Global Value Fund Acc EUR, Fidelity Global Financial Services Acc y YIS MSCI USA Universal Z Acc EUR, entrando en los mismos fondos, pero en la clase con la divisa cubierta. Asimismo, y al igual que en la estrategia de activos de bajo riesgo, salimos en su totalidad del fondo BNPP Europe Real Estate Sec Privl Acc EUR, debido al mal comportamiento del sector inmobiliario.

A finales de mes y al igual que en la estrategia de activos de bajo riesgo, salimos un 2,5% del fondo BSF Systematic Style Factor Fund Hd EUR.■

CÓMO SE HAN COMPORTADO LAS CARTERAS



INFORMACIÓN LEGAL

Este documento sirve, entre otras cosas, como comunicación comercial.

La información contenida en este documento se refiere a los servicios de inversión y de asesoramiento patrimonial de PBI Gestión Agencia de Valores, S.A., una empresa de servicios de inversión debidamente registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) bajo el número 102. Se pueden consultar más datos sobre PBI en el sitio web de la CNMV (www.cnmv.es).

Con el documento no se entrega ninguna oferta para la venta, la compra o la suscripción de valores u otros títulos. Este documento sólo contiene breve información sobre los servicios de PBI y no divulga todos los riesgos y demás aspectos relevantes para la inversión potencial a través de los servicios de PBI.

La información detallada en este documento y las opiniones expresadas en él son manifestación de las estimaciones de PBI Gestión AV en el momento de su publicación y se pueden modificar en cualquier momento sin aviso previo.

Los datos sobre afirmaciones relativas al futuro reflejan el punto de vista y las expectativas de PBI Gestión AV. No obstante, los resultados reales pueden desviarse considerablemente de las expectativas.

Todos los datos se han reunido con el preciso cuidado. Sin embargo, no se asume ninguna responsabilidad ni se ofrece ninguna garantía por la corrección y la integridad de los datos.

El valor de todas las inversiones puede subir o bajar, por lo que es posible que no recupere la totalidad del importe invertido.

El tratamiento fiscal depende las circunstancias personales del inversor y puede estar sujeto a cambios. Por favor, consulte con su experto fiscal acerca de las disposiciones actuales en España o en su lugar de residencia.

Los resultados históricos no son un indicador fiable de resultados futuros.

