

Análisis de Mercados Tercer Trimestre 2025

Ricardo Gil
Deputy CIO



La resistencia de las economías a los diferentes “shocks” vividos durante el año sigue sorprendiendo. El tercer trimestre era el momento en que se esperaba se reflejasen en la economía real pero los aranceles han sido menores y no ha habido represalias del resto del mundo, los conflictos geopolíticos no han ido a peor y no se han aprobado presupuestos con políticas de austeridad para atajar los déficits (UK, Francia, EE.UU., Corea ...). El saldo, revisiones al alza del crecimiento global.

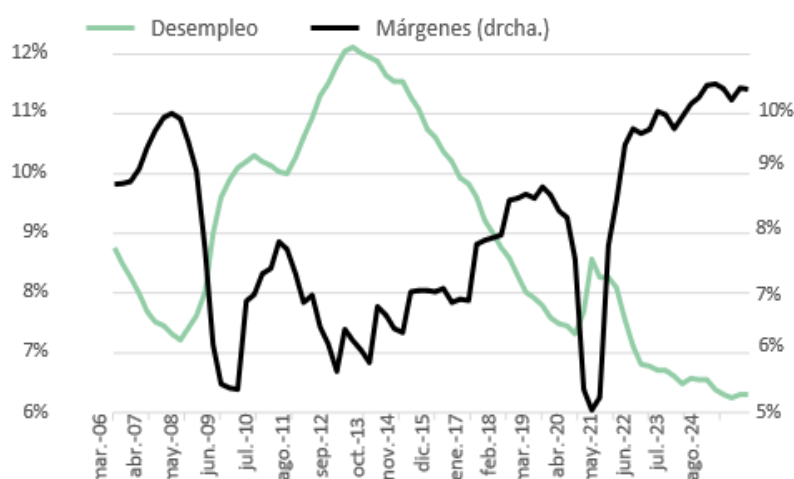
Los próximos meses veremos los primeros efectos de los estímulos fiscales que se alargaran durante 2026 a estos estímulos hay que añadir bajadas de tipos en EE.UU. donde hay más preocupación por un deterioro en la creación de empleo que por repuntes de inflación. Otra forma de verlo es que prefieren recalentar las economías en este período de transición a un escenario de ajuste que exponga las fragilidades de las mismas.

La deuda pública global es el problema de raíz en todas las economías, el modo en que se ataje (presupuestos restrictivos, control de la curva etc..) determinará la evolución de los activos sobretudo porque para el próximo año es toda política fiscal. Hasta entonces el riesgo sólo se refleja en los tipos de cambio y en la volatilidad de los plazos largos de la renta fija.

Los efectos negativos de los aranceles impuestos por EE.UU. no han sido tan nefastos como se esperaba, el temido repunte de la inflación de bienes no se ha producido con las compañías asumiendo parte del coste. Las revisiones al alza de las expectativas de crecimiento a nivel global, desde verano, reflejan este hecho. Lo “raro” de los últimos meses es que mientras la inversión empresarial ha crecido, se han visto los primeros signos de un mercado laboral no tan boyante (autos y sectores ligados a consumo los más afectados) cambiando el sesgo de la FED, con una bajada de tipos explicada como “gestión de riesgo”.



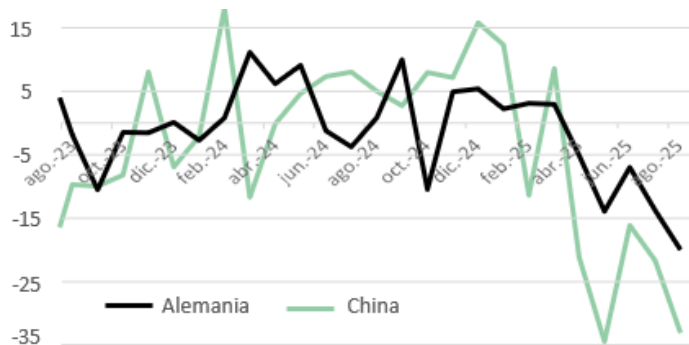
Márgenes y empleo Eurozona



Las confianzas del consumidor siguen sin recuperar niveles prepandemia a pesar de la mejora macro. **El riesgo para los bancos centrales es que una desaceleración macro provoque un rápido ajuste en el consumo.** La FED ha sido muy clara, prefiere asumir el riesgo de “recalentar” las economías frente a una recesión que siempre lleva a contracción de empleo. Otra forma de verlo es que prefieren mantener los márgenes empresariales lo suficientemente amplios.



Exportaciones a EE.UU. a/a



Fuente Bloomberg. Elaboración propia.

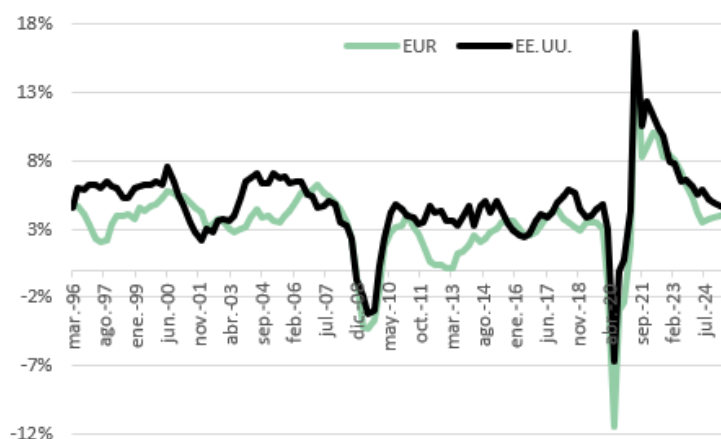
Las exportaciones a EE.UU. ya recogen efecto de los aranceles en Q3. En crecimiento todavía no se nota gracias al impulso de la inversión, y en China por los nuevos mercados (Asia, BRICS...). El peso del comercio internacional en las cuentas de la zona Euro va a seguir bajando (Italia, Alemania) con efecto directo en la producción industrial. Por eso, **medidas proteccionistas frente a China** son cada vez más probables.

En la Eurozona la actividad sigue siendo mediocre, pero no empeora. La debilidad de Alemania (exportaciones, industrias amenazadas por competencia China etc...) se ha visto compensada por una mejora en la parte de servicios en el resto de la Unión. A la vuelta de verano, las tensiones para pasar los presupuestos en Francia no se han extendido al resto de países más endeudados y creemos que seguirá así mientras el diferencial del bono francés con el alemán no pase de los 100/120pb. Los problemas estructurales de la Eurozona son más que conocidos (sobre regulación, ausencia de mercado único, etc..) pero los planes de gasto en Alemania, así como los planes de defensa darán el impulso necesario para alcanzar un crecimiento ligeramente por encima del 1%. El crecimiento del crédito sigue en un discreto 3%, algo por debajo de lo que esperábamos para poder impulsar el crecimiento, pero suficiente.

En EE.UU. y China las expectativas son bastante más optimistas. En el primero, las bajadas de tipos, hasta tipos 3%/3,25% el próximo año, desregulación bancaria y una inflación a la baja que permite mejorar la renta disponible (además de los subsidios) son ingredientes suficientes para mantener tasas por encima del 2,5%. En China los recientes planes para impulsar la inversión son suficientes para alcanzar el 5% de crecimiento con la asignatura pendiente del impulso de la demanda interna, algo que no por inevitable es factible, ya que supondría un cambio de modelo demasiado grande.

Los riesgos, en este escenario global positivo, vienen de la parte geopolítica, el conflicto entre EE.UU. y China con el mercado leyendo las tensiones como camino hacia un nuevo equilibrio más que hacia una confrontación abierta. En la parte macro, el principal riesgo para los mercados es que la creación de empleo e inflación se muevan en direcciones opuestas.

Crecimiento nominal EE.UU. y Eurozona



Fuente Bloomberg. Elaboración propia.

Los crecimientos nominales se están estabilizando en la media de las últimas décadas. Las variables financieras (beneficios, tipos, recaudación de impuestos, ventas etc...) son en términos nominales, y facilita la reducción de deuda sobre PIB.

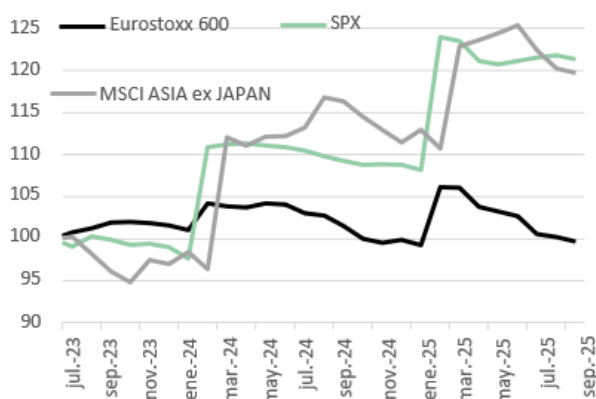
Un punto importante es que la **liquidez ha seguido creciendo por encima del PIB nominal**. Esa liquidez (incremento depósitos bancarios, incremento del crédito), reverbera hacia los activos financieros y no parece que vaya para en el corto plazo.

La **complacencia en los mercados** (volatilidad, diferenciales de crédito, valoración de compañías) y los niveles extremos de los “activos refugio” (bonos suizos en negativo hasta el siete años, precios del oro o plata en máximos) **reflejan la abundante liquidez en el sistema**. La volatilidad de los bonos a largo plazo y los niveles que alcancen frente al crecimiento nominal, la evolución del dólar y divisas emergentes, evolución del crédito bancario y expectativas de tipos son las guías que miramos para ver si hay un cambio de escenario en la liquidez y, de momento, creemos que este impulso puede seguir.

En el posicionamiento de carteras **seguimos positivos en renta variable**, aunque las valoraciones sean exigentes y se pueda pensar en burbuja en algunos sectores (dudas respecto a las ventas de IA donde primero se lleva todo el mercado, participaciones cruzadas para asegurar pedidos financiados por el productor...), el foco de **gobiernos y bancos centrales sigue estando en impulsar el crecimiento**. Vemos **más oportunidades en EE.UU. y Asia** que en la Eurozona, donde las expectativas de crecimiento parecen demasiado optimistas ya que no recogen el probable riesgo de ejecución en el plan fiscal alemán (retrasos, multiplicador para crecimiento bajo). La posición en **emergentes** la centraríamos en **Asia**, más expuestos a una mejora del crecimiento global que creemos que va a seguir sorprendiendo hasta la primera mitad del próximo año.



Beneficios (Jul 2023=100)



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.



Diferencial Francia Alemania



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

En **renta fija** creemos que es momento de **tomar más duración (parte media de la curva)**. **Preferimos corporativos a gobiernos**, compañías poco apalancadas, volatilidad de los bonos a la baja y flujos de dinero de ahorradores que empiezan a disfrutar de carry tras 10 años de represión financiera. Los **problemas en el crédito privado en EE.UU.**, clásicos en momentos de **euforia** (fraude en las cuentas, omisión de controles, excesivo endeudamiento), que sólo colapsan cuando la liquidez se cierra y muestran que hay ciertas grietas relacionadas con el consumo y el inmobiliario no residencial, pero **no ponen en riesgo el resto de bonos corporativos**.

Como conclusión, los efectos de los aranceles se han alargado en el tiempo, permitiendo a las empresas absorber el golpe. En los próximos meses empezamos con los impulsos fiscales tanto para la oferta como para la demanda, así como bajadas de tipos en EE.UU. El mal de altura puede aparecer en cualquier momento y seguro que se siente como un "crash" pero el entono sigue siendo favorable para los activos de riesgo.



Posicionamiento de las Carteras

Tipo de Activo	Trimestre anterior	Cambio	Actual
Renta Fija	+	=	+
Gobiernos	+	=	+
Investment Grade	+	=	+
Crédito Emergentes	=	=	=
High Yield	=	=	=
Renta Variable	=	=	+
Europa	=	=	=
Estados Unidos	+	=	+
Emergentes	+	=	+
Divisas	=	-	-
Dólar Euro	-	+	+
Materias Primas	Positivo	=	Positivo

Datos a Octubre 2025, elaboración propia

Máximo +, mínimo -

RENTA FIJA	• Positivo (+) Positivo. Los riesgos de inflación han remitido sensiblemente gracias a la bajada en los precios de energía, pero siguen justificando una prima de los plazos más largos frente a los cortos. • Gobiernos: (+) Positivo. Los plazos cortos ya descuentan las bajadas esperadas (EE.UU.), y en muchos países se dan por terminadas las bajadas de tipos hasta primer trimestre del próximo año. Mejor los plazos medios de la curva. • Corporativos: (+) Positivo. Estímulos de gobiernos y una macro estable con las compañías en los niveles más bajos de apalancamiento de la última década siguen estrechando los diferenciales. Desde estos niveles queda poco recorrido, pero siempre van a pagar una ligera prima frente a gobiernos. • Crédito países emergentes: (=) Neutral. Gobiernos y compañías de más calidad se han beneficiado de una mejora en relativo a los países desarrollados. Los diferenciales de crédito están muy ajustados, especialmente en los niveles de más riesgo, excepto casos puntuales no hay prima suficiente para justificar posicionamiento frente a desarrollados para inversores internacionales.
RENTA VARIABLE	• Positivo (+). Los resultados no van a ser el principal impulsor de las valoraciones sino los impulsos monetarios y fiscales a nivel global, que deberían impulsar las valoraciones hasta la primera mitad de 2026. • Europa: = Neutral. El Q3 debería marcar el suelo en cuanto a evolución de beneficios iniciándose una recuperación del crecimiento (+10%/12%) para el próximo año. • Estados Unidos: (+) Positivo. Aunque las primeras “grietas” respecto a la IA están apareciendo (dudas respecto a las ventas, participaciones cruzadas entre cliente y proveedor, niveles de capex exigentes), es un sector estratégico para la Administración Trump. • Países Emergentes: (+) Positivo. Tipos bajando en EE.UU., dólar sin apreciarse y precios de energía y alimentos estables, siguen favoreciendo el posicionamiento. Los efectos de las tarifas no han sido tan devastadores como se temía y la interdependencia entre EE.UU. y China de momento va a evitar escalada del conflicto.
MAT.PRIMAS	• Positivo (+). El impulso de las manufacturas y cierta “acumulación” (cobre, paladio etc...) han provocado fuertes subidas en los metales industriales. Los aumentos de producción de la OPEP+ han sido determinantes para ver las inflaciones controladas, más fácil ver el petróleo a 50 que por encima de 70 a final de año. Oro y plata destacan en el trimestre, compras de bancos centrales y entrada de dinero ante incertidumbre en un activo poco líquido.
DIVISAS	• Dólar: - Negativo. La caída del USD se ha moderado durante el trimestre y esperamos cierta recuperación antes de final de año, pero los déficits crecientes (casi 25% de los pagos van a pagar intereses de la deuda, bajadas de impuestos, subsidios agrícolas,...) nos siguen haciendo pensar en una situación de pérdida de valor frente a otras divisas.

- Bancos
- Crédito plazos cortos
- Industriales



- Bonos plazo largo
- Consumo cíclico

~~Para Concluir:~~

- ~~Mientras las políticas fiscales expansivas y los tipos de interés acomodaticios no generen~~ inflación es difícil pensar en que la expansión, en términos nominales de PIB y activos financieros, pare. Los indicadores claros son los bonos a largo plazo (especialmente Reino Unido y Japón). La FED parece haber adoptado un tercer mandato implícito, controlar los tipos largos (mantenerlos por debajo del 5%).
- En un entorno de cambios estructurales (público vs privado en políticas industriales, desglobalización, militarización, etc...) y **con una importancia cada vez mayor de los mercados financieros** (financiación de las economías), la generación de expectativas ("narrativa") está en manos de los gobiernos y bancos centrales. Por eso, los bonos a largo plazo, la volatilidad de los activos, los diferenciales de crédito son indicadores que reflejan hasta qué punto los mercados se lo creen.

GLOSARIO TÉRMINOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS



Términos Macro:

PIB: Producto Interno bruto, Es la suma de todo lo que se produce y se vende: coches, comida, ropa, servicios como peluquerías o clases, etc. Se puede dividir en cuatro grandes grupos, CONSUMO (todo lo que compran las personas y las familias), INVERSION (sería el dinero que gastan las empresas para crecer), GASTO PÚBLICO (Es el dinero que el gobierno gasta en bienes y servicios), BALANZA COMERCIAL (Diferencia entre todo lo que se vende en el extranjero (exportaciones) y lo que se compra a otros países (importaciones).

Demanda interna: Todo lo que se compra y se consume dentro de un país. Incluye todo el consumo de personas, empresas y gobiernos, así como la inversión de las empresas.

Consumo cíclico: Gasto de familias en bienes no esenciales, es la parte del consumo más sensible a los vaivenes de la economía (automóviles, moda y lujo, hoteles, restaurantes...)

Inflación: Cuánto suben los precios de bienes y servicios. Se utiliza un determinado número representativo que sirva de referencia para el coste de la vida en un país o región.

Inflación subyacente: Trata de medir la subida de los precios quitando las componentes que más cambian que son los alimentos y la energía. Al no incluir componentes más volátiles da una idea de la corriente en la evolución de los precios.

Términos Financieros:

Rating: Calificación que se le da a un país o a una empresa que termina cómo de confiable es a la hora de devolver el dinero. Se suelen usar letras desde AAA muy seguro hasta CCC Alta probabilidad de que no pague. Desde AAA hasta BBB- es "investment grade" o "grado de inversión" desde BBB-hasta D es "high yield" o "Riesgo elevado".

Bonos "Investment grade" o "grado de inversión": Se trata de bonos (como un crédito que los ahorradores hacen a gobiernos o empresas) que tiene poco riesgo de ser impagado. Demanda interna: Todo lo que se compra y se consume dentro de un país. Incluye todo el consumo de personas, empresas y gobiernos, así como la inversión de las empresas.

"High Yield": Bonos de alto rendimiento, pagan más porque tienen más riesgo.

Bonos emergentes: Bonos emitidos por países en desarrollo si se trata de bonos de empresas en países emergentes se denomina "crédito emergente"

Emergentes: Países que tiene economías muy fluctuantes respecto a "desarrollados" por diversas razones, pagan más tipo de interés porque tienen más riesgo.

Swap: Del inglés, intercambio. Se trata de un contrato entre dos partes en el que se intercambian flujos financieros y uno una cantidad fija y el otro variable en función de la evolución de un activo (tipos de interés, cotización de una divisa etc..), tienen un plazo de vencimiento concreto. Es una especie de trueque moderno en el que en lugar de intercambiar objetos se intercambian flujos de dinero.

Swap de inflación: Acuerdo entre dos partes utilizado para cubrirse del riesgo de inflación. Una parte acuerda pagar un tipo de interés fijo mientras que la otra acuerda pagar ese fijo más la variación de la inflación, si la inflación es más baja ingresa más dinero de lo que tiene que pagar y si es más alta paga más del dinero que ingresa.



3A

Esta presentación no supone una oferta de venta ni una invitación o recomendación de inversión, de suscripción de valores, o de adquisición de servicios de inversión, y TREA no se hace responsable de las conclusiones que un potencial inversor pueda hacerse respecto de la información aquí contenida, lo que supone que la información aquí contenida, no debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión.

Recomendamos que los potenciales inversores consulten a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión sobre las implicaciones legales y fiscales de la misma, así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por sí o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de la misma.

Esta presentación, elaborada por TREA, está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información contenida en la presentación ha sido suministrada por tercero, diferentes al emisor, si bien, y salvo mejor opinión, entendemos es fiable no obstante no haber sido verificada por un experto independiente y, en consecuencia, no puede ser garantizada.

TREA ASSET MANAGEMENT SGIC, S.A., con domicilio en Calle Ortega y Gasset 220, 5ª planta, 28006 Madrid, España; con CIF. A79058384, está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 41039, Folio 156, Hoja M-38440 y en la CNMV con el número 113.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Trea Asset Management SGIC: <https://tream.com/>