

Actualización Mensual Macro y Mercados

Junio 2025

MAPFRE Inversión

Vuelta a una aparente normalidad

Acabado el segundo trimestre de este año, podemos afirmar que los mercados financieros han vuelto a funcionar con una aparente normalidad. Ha sido un trimestre muy convulso que comenzó con el llamado Día de la Liberación el dos de Abril y que ha finalizado con los índices bursátiles norteamericanos en nuevos máximos históricos, un nivel de tipos más bajos y unos diferenciales crediticios más ajustados. Entre medias, un aluvión de noticias, publicaciones en redes sociales, incertidumbre política y también geopolítica pero como suele ocurrir, el sistema complejo pero a la vez eficiente que suelen ser los mercados de capitales, evoluciona para adaptarse al nuevo entorno y centrarse en lo realmente importante. Y lo realmente importante es el *cocktail* que forman el crecimiento económico, la inflación y la política monetaria. En este sentido, lo más relevante del último mes ha sido la mejora en las publicaciones macroeconómicas en Estados Unidos que ha servido para que al menos, el crecimiento esperado para este año haya dejado de caer fruto de la resiliencia de la economía norteamericana. Además, esta mejora en la expectativa ha venido acompañado con una dosis de entusiasmo adicional ya que la inflación ha dado sorpresas positivas tanto en Estados Unidos como Europa lo que ha alentado la expectativa de poder ver este año hasta dos recortes de tipos por parte de la FED y uno más en el caso del BCE. Así pues, entramos en el periodo estival con un entorno macroeconómico favorable o al menos mejor del que parecía al inicio del segundo trimestre. Por añadir un toque de cautela, es posible que el mercado se haya centrado completamente en el corto plazo y esté obviando los importantes cambios estructurales a los que nos podemos enfrentar si nos centramos en un horizonte de plazo mayor. Estamos refiriéndonos a la depreciación del USD y su posible pérdida de condición de divisa reserva y a la sostenibilidad de una deuda pública que no para de crecer. A estos dos grandes retos dedicaremos el resto del informe.

Gráfico 1: Previsiones de crecimiento para 2025

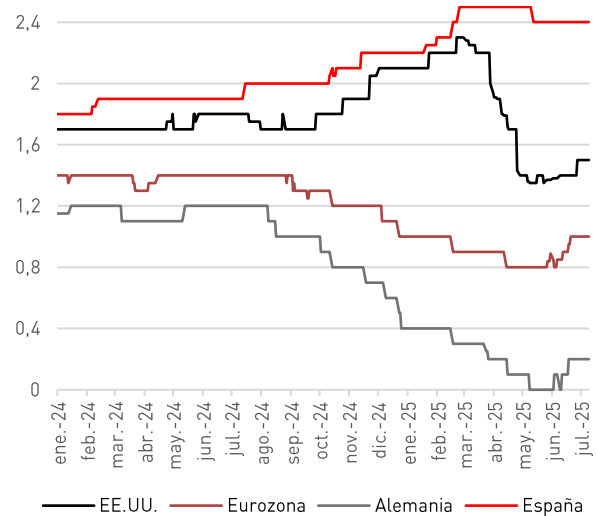
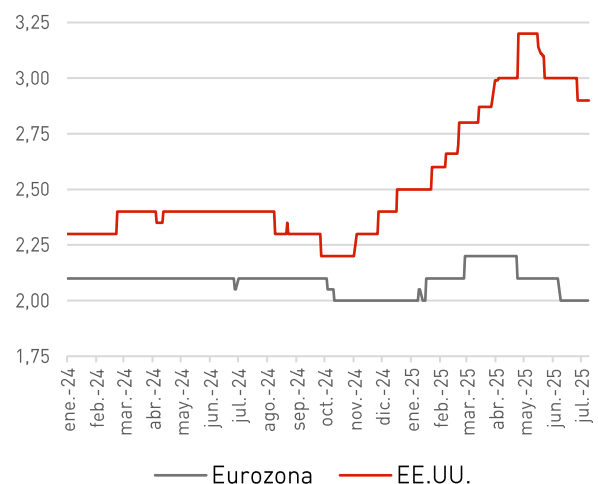


Gráfico 2: Evolución Previsiones Inflación 2025



La caída del USD

Como comentábamos anteriormente, ni el trimestre ni el año están yendo mal en términos de rentabilidad siempre y cuando nos fijemos en los diferentes índices en su moneda local. De lo contrario, el año puede que no esté siendo tan positivo especialmente para aquellas carteras con mayor exposición a activos estadounidenses para inversores cuya divisa base no sea el USD. Y es que de los grandes activos financieros a nivel mundial, solamente el petróleo y el USD se encuentran con rentabilidades negativas en lo que llevamos de año. Estas pérdidas de valor además se producen en un entorno complicado de incertidumbre económica (lo que tradicionalmente hubiera sido bueno para el USD) y geopolítica (que favorecería el precio del barril de Brent y el USD). Si bien la caída del precio del crudo responde a un exceso de oferta frente a la demanda, la pérdida de valor del USD merece un análisis mayor. Si nos fijamos en la evolución del Dollar Index (gráfico 3) que muestra el comportamiento del USD frente a una amplia cesta de divisas, observamos que acumula en el año una caída aproximada del 10% y que esta pérdida de valor se ha producido en tres fases. La primera de ellas se produce en Marzo comenzó a descontar casi tres recortes de tipos de interés por parte de la FED. La segunda caída se produjo durante las primeras semanas de Abril tras anunciarse unos aranceles muy altos para una cincuentena de países y la tercera se lleva produciendo de forma paulatina y menos abrupta desde Mayo fruto de una pérdida de credibilidad de los activos americanos por parte de inversores foráneos. Es cierto que la combinación de déficits fiscales y comerciales siempre ha ejercido una presión a la baja para las divisas pero esta situación no es nueva para Estados Unidos ya que lleva varias décadas acarreado este “déficit gemelo”. Así que la caída del USD probablemente esté más influenciada por el deterioro político de sus instituciones con presiones constantes para romper la independencia de la FED por parte del Presidente D. Trump y el cuestionamiento de la economía norteamericana como líder internacional. Si bien estos hechos no se producen de la noche a la mañana y cuesta identificar en qué momento preciso se consuman, lo que parece claro es que los inversores internacionales observan un deterioro del USD como activo y divisa de refugio lo que ha dado pie a que muchos países hayan acelerado el proceso de diversificación de sus reservas (favoreciendo con ello al oro y al propio Euro – gráfico 4). Una menor participación de los inversores internacionales en los mercados estadounidenses (gráfico 5) plantea una dificultad extra al segundo de los grandes problemas a los que se enfrenta Estados Unidos.

La sostenibilidad de la deuda

A día de hoy, este es el mayor problema al que se enfrenta el mercado dado que no solamente es una cuestión estadounidense sino que otros muchos países importantes como Francia, Japón, Italia o Reino Unido adolecen de un nivel de deuda que no tiene atisbos de frenar. Y no podemos obviar que los mercados de renta fija, aunque acaparan menos titulares que sus hermanos de renta variable, ocupan un papel fundamental en el buen funcionamiento de los mercados financieros y vienen actuando como

Gráfico 3: Dollar Index



Gráfico 4: Evolución Euro & Oro

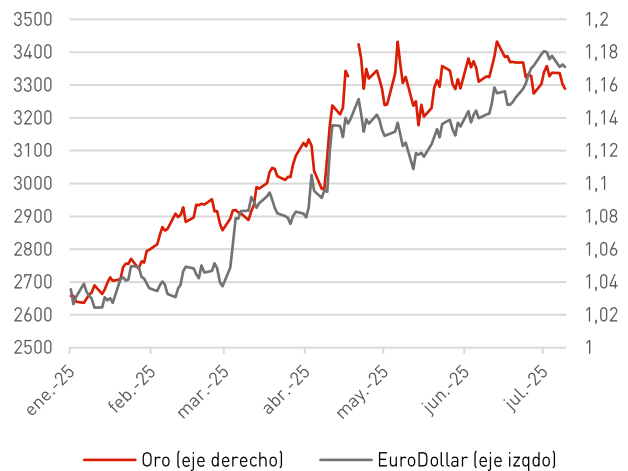
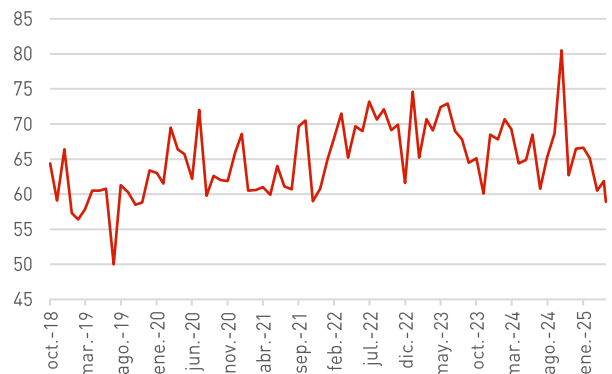


Gráfico 5: % de participación internacional en las subastas de bonos americanos a 30 años por parte de inversores extranjeros



País	%Deuda/PIB	Déficit
Estados Unidos	122,50%	-6,20%
Reino Unido	103,90%	-4,80%
Japón	234,90	-5,50%
Francia	116,30%	-5,80%
Italia	137,30%	-3,40%
España	100,60%	-3,20%
Alemania	65,40%	-2,80%
Eurozona	87,40%	-3,10%

salvaguardas ante unos gobiernos muy ambiciosos en lo que a sus planes fiscales se refiere. A este respecto, la recién aprobada reforma fiscal en Estados Unidos (*One Big Beautiful Bill Act*) plantea un gran reto para la sostenibilidad de la deuda estadounidense dado que se prevé que el déficit fiscal aumente en dos billones de USD (datos de la Oficina Presupuestaria Estadounidense) en los próximos tres años ya que las rebajas fiscales tendrán efecto inmediato mientras que los recortes de gastos no se producirán hasta 2028. Este volumen ingente de nueva deuda tendrá que ser absorbida por unos inversores de renta fija que tienen cada vez menor apetito por el riesgo de duración y que han elevado recientemente la prima de riesgo al país como demuestra la evolución de los seguros de impago cotizados (gráfico 6). De hecho, a los niveles actuales, los inversores tendrían que pagar lo mismo por cubrirse de un impago de Estados Unidos que países como Italia o Grecia que cuentan con una calificación crediticia muy inferior. Los ingresos por aranceles pueden funcionar a D. Trump a tenor del gran incremento de recaudación por esta vía que hemos visto recientemente (gráfico 7) pero es una solución de corto plazo. A largo plazo, la sostenibilidad de la deuda solo se podría mantener vía reducción de gastos (una solución muy poco apetecible para los políticos), inflación (la vía más fácil pero con coste social) o mediante un impago (lo que tendría consecuencias muy graves). En el caso europeo, la situación varía por países pero los planes fiscales también han ido en aumento en los últimos años especialmente en lo que llevamos de 2025 ya que Alemania ha lanzado un ambicioso plan de gasto en infraestructuras y el conjunto de la Unión Europea tendrá que afrontar un mayor gasto en defensa. Sin duda, mucha deuda que absorber sin el apoyo (por ahora) de las compras de los Bancos Centrales. Al menos este mayor gasto en defensa puede servir para contrarrestar la teoría del historiador inglés Niall Ferguson que argumenta que cuando un país gasta más en satisfacer sus deudas que en defensa, entonces deja de ser una gran potencia.

¿Qué implicaciones tienen estos retos para los activos?

A modo de conclusión, podemos decir que en el corto plazo, la foto macroeconómica es más favorable para la renta variable que para la renta fija dado que los fundamentales no son tan malos como se esperaba hace solamente dos meses. Si bien es cierto que entramos en el periodo estival caracterizado por un menor volumen de negociación que magnifica la reacción ante cualquier acontecimiento y que el entorno no deja de ser frágil. En el largo plazo, esperamos que la deuda sea la principal preocupación del mercado dado el gran volumen de emisiones a cubrir con una demanda por parte de los inversores más selectiva y no a cualquier precio. Sobre la cuestión de cubrir o no la alta exposición a activos americanos que la mayoría de los inversores tiene, existe más debate. A largo plazo, las divisas suelen seguir un patrón de vaivenes y los retornos de los diferentes activos tienden a igualarse siempre que estemos hablando de divisas sólidas como el Euro y/o el USD. Pero es posible que este coste de cobertura sea necesario para aquellas carteras más conservadoras que quieran evitar una mayor volatilidad.

Gráfico 6: Coste Seguros Impagos Bono Americano (en pbs)



Gráfico 7: Ingresos por aranceles (en miles de millones de USD)



Gráfico 8: Evolución en base 100 del MSCI World

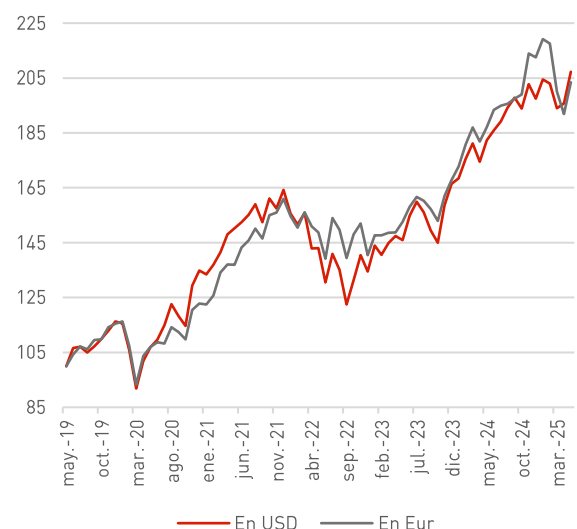


Tabla Rentabilidades Índices Globales

Renta Variable (Moneda Local)		30/06/2025	Junio	Trimestre	2025
MSCI WORLD	GLOBAL	4.026,4	4,22%	10,96%	8,59%
S&P 500	EE.UU.	6.205,0	4,96%	10,57%	5,50%
NASDAQ 100	EE.UU.	22.679,0	6,27%	17,64%	7,93%
Russell 2000	EE.UU. (Pequeñas Compañías)	2.175,0	5,26%	8,11%	-2,47%
Euro Stoxx 50	Europa	5.303,2	-1,18%	1,05%	8,32%
Stoxx 600	Europa	541,4	-1,33%	1,40%	6,65%
IBEX 35	España	13.991,9	-1,13%	6,52%	20,67%
FTSE MIB	Italia	39.792,2	-0,74%	4,57%	16,40%
DAX	Alemania	23.909,6	-0,37%	7,88%	20,09%
CAC 40	Francia	7.665,9	-1,11%	-1,60%	3,86%
FTSE 100	Reino Unido	8.761,0	-0,13%	2,08%	7,19%
MSCI AC ASIA PACIFIC	ASIA	203,4	4,14%	11,70%	11,97%
TOPIX	Japón	2.852,8	1,83%	7,30%	2,44%
HANG SENG	Hong Kong	24.072,3	3,36%	4,12%	20,00%
CSI 300	China	3.936,1	2,50%	1,25%	0,03%
KOSPI	Korea	3.071,7	13,86%	23,80%	28,01%
Nifty 50	India	25.517,1	3,10%	8,49%	7,92%
MSCI EM LATIN AMERICA	LATAM	2.339,5	5,68%	13,32%	26,28%
BRAZIL IBOVESPA	Brasil	138.854,6	1,33%	6,60%	15,44%
S&P/BMV IPC	México	57.450,9	-0,68%	9,46%	16,03%
MSCI EM	EMERGENTES GLOBAL	1.222,8	5,65%	11,02%	13,70%

Factores	Factores	30/06/2025	Junio	Trimestre	2025
MSCI World Value	Estilo Valor	4.008,1	3,51%	4,63%	9,06%
MSCI World Growth	Estilo Crecimiento	6.238,0	4,88%	17,43%	8,15%
MSCI World Quality	Calidad	4.332,3	3,66%	8,86%	5,49%
MSCI World Dividendo	Alto Dividendo	1.605,3	1,41%	1,68%	7,63%
MSCI World Baja Volatilidad	Baja Volatilidad	5.612,0	0,28%	2,36%	10,43%
MSCI World Pequeñas Compañías	Pequeñas Compañías	598,6	4,56%	11,00%	6,40%

Tipos Curvas Globales en % (variaciones en pbs)		30/06/2025	Variación Mes	Trimestre	Variación 2025
US Govt 10 Yr	EE.UU.	4,23%	-17,24	2,27	-34,10
US Govt 2 Yr	EE.UU.	3,72%	-17,83	-16,40	-52,24
Pendiente Curva 10Y-2Y		50,88	0,59		18,14
Alemania Gov 10Y	Alemania	2,61%	10,70	-13,10	24,00
Alemania Govt 2Y	Alemania	1,86%	8,50	-18,60	-22,10
España Govt 10Y	España	3,24%	15,00	-13,00	18,10
España Govt2Y	España	2,00%	5,80	-21,00	-25,60
Prima Riesgo Esp-Ale 10Y		63,5	4,30		-5,90
Italia Govt 10Y	Italia	3,48%	-0,40	-39,10	-4,60
Diferenciales Investment Grade	EE.UU.	84,03	-3,63	-9,12	4,21
Diferenciales Investment Grade	Europa	90,64	-8,02	-6,04	-11,01
Diferenciales High Yield	EE.UU.	343,88	-27,73	-45,84	15,54
Diferenciales High Yield	Europa	305,39	-20,71	-17,19	6,75
Diferenciales AT1	Europa	295,27	-17,28	-18,41	-7,12
Diferenciales ABS AAA	Europa	55,73	-2,34	3,54	-1,98

Índices Renta Fija		30/06/2025	Junio	Trimestre	2025
Deuda Pública	Global	209,8	1,77%	4,83%	7,54%
Deuda Pública	EE.UU.	2.377,1	1,25%	0,85%	3,79%
Deuda Pública	Europea	247,2	-0,23%	1,85%	0,52%
Corporativa	EE.UU.	3.426,8	1,87%	1,82%	4,17%
Corporativa	Europea	262,6	0,26%	1,81%	1,80%
High Yield	EE.UU.	2.805,7	1,84%	3,53%	4,57%
High Yield	Europeo	400,5	0,42%	2,09%	2,73%
Bonos Inflación	Global	349,9	2,49%	4,69%	8,27%
Deuda Subordinada	Europea	316,4	0,54%	2,11%	2,54%

Divisas (Vs Euro) y Materias Primas	30/06/2025	Junio	Trimestre	2025
USD	1,179	3,88%	8,98%	13,84%
GBP	0,858	1,79%	2,52%	3,08%
YEN	169,768	3,86%	4,67%	4,29%
Crudo Brent	67,61	5,81%	-9,54%	-9,42%
Oro	3303,14	0,42%	5,75%	25,86%
Gas Natural	32	-4,89%	-20,76%	-35,80%

Datos Macro Publicados en el mes

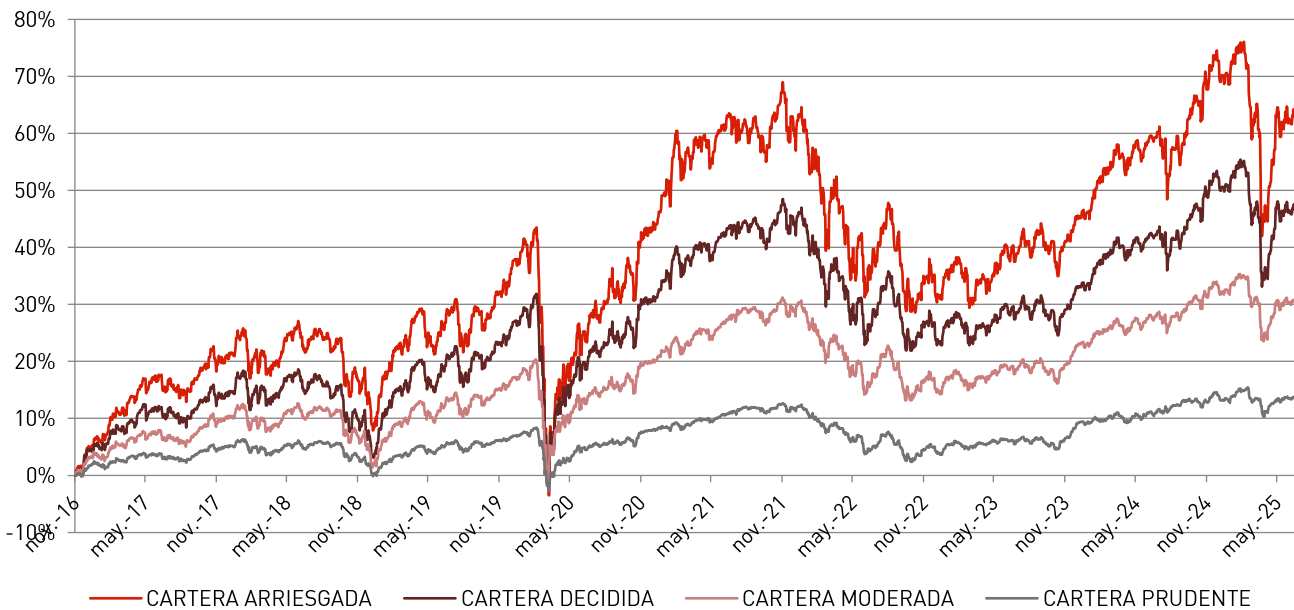
País/Región	Indicador	Periodo	Dato	Estimado	Anterior
Eurozona	PMI Manufacturero	Junio	49,4	49,7	49,4
	PMI Servicios	Junio	50,2	50,4	50,2
	Desempleo	Mayo	6,3%	6,2%	6,2%
	Índice Precios Producción (Interanual)	Mayo	0,3%	0,3%	0,7%
	Ventas Minoristas (Interanual)	Mayo	1,8%	1,4%	2,3%
	Inflación (Interanual)	Junio	2,0%	2,0%	1,9%
	Inflación Subyacente	Junio	2,3%	2,3%	2,3%
EE.UU.	ISM Manufacturero	Junio	49,0	48,8	48,5
	ISM Servicios	Junio	50,8	50,5	49,9
	Nóminas no agrícolas	Junio	147.000	106.000	139.000
	Desempleo	Junio	4,10%	4,30%	4,20%
	Salarios (Interanual)	Junio	3,70%	3,80%	3,80%
	NFIB Optimismo PYMEs	Junio	98,6	98,6	98,8
	Inflación (Interanual)	Mayo	2,4%	2,5%	2,3%
	Inflación Subyacente (Interanual)	Mayo	2,8%	2,9%	2,8%
	PCE (Deflactor Consumo)	Mayo	2,3%	2,3%	2,1%
	PCE Subyacente (Deflactor Consumo)	Mayo	2,7%	2,6%	2,5%
	Producción industrial (mensual)	Mayo	-0,2%	0,0%	0,1%
	Ventas Minoristas (mensual)	Mayo	0,4%	0,3%	-0,1%
	U.Michigan	Junio	60,5	53,6	52,2
	Conference Board	Junio	93,0	99,8	98,4
	NAHB Housing Market	Junio	32,0	36,0	34,0
	Job Openings (JOLTs)	Mayo	7,76Millones	7,3Millones	7,39Millones
China	Caixin PMI Servicios	Junio	50,5	50,3	50,3
	Caixin PMI Manufacturero	Junio	49,7	49,6	49,5
	Exportaciones (Interanual)	Mayo	4,8%	6,0%	8,1%
	Importaciones (Interanual)	Mayo	-0,8%	-3,4%	-0,2%
	Producción industrial (Interanual)	Mayo	5,8%	6,0%	6,1%
	Inflación (Interanual)	Mayo	-0,1%	-0,2%	-0,1%
	Índice Precios Producción (Interanual)	Mayo	-3,2%	-3,3%	-2,7%
	Ventas Minoristas (Interanual)	Mayo	6,4%	4,9%	5,1%
España	PMI Servicios	Junio	51,9	51,0	51,3
	PMI Manufacturero	Junio	51,4	50,5	50,5
	Producción industrial (Interanual)	Mayo	1,7%	1,3%	0,6%
	Ventas Minoristas (Interanual)	Mayo	4,8%	4,2%	4,0%
	Inflación (Interanual)	Junio	2,2%	2,1%	2,0%
	Inflación Subyacente (Interanual)	Junio	2,2%	2,2%	2,2%
	Paro Registrado	Junio	-48.900		-57.800
Japón	PMI Servicios	Junio	51,5		51,0
	PMI Manufacturero	Junio	50,4		49,4
	Producción industrial (Interanual)	Junio	-1,80%	1,60%	0,50%
	Ventas Minoristas (Interanual)	Junio	2,2%	2,5%	3,5%
	Índice Precios Producción (Interanual)	Mayo	3,20%	3,50%	4,10%
	Inflación (Interanual)	Mayo	3,5%	3,5%	3,6%
	Inflación Subyacente (Interanual)	Mayo	3,3%	3,2%	3,0%
	Exportaciones	Mayo	-1,7%	-3,7%	2,0%
	Importaciones	Mayo	-7,7%	-5,9%	-2,2%

Evolución de las Carteras y Posicionamiento

Junio 2025

MAPFRE Inversión

Evolución Carteras (15/11/2016 – 30/06/2025)



Cartera	Rentabilidad Acumulada	Rentabilidad Anualizada	Volatilidad Anualizada	Sharpe
Arriesgada	64,33%	5,93%	13,99%	0,47
Decidida	47,66%	4,62%	10,62%	0,45
Moderada	30,80%	3,16%	6,91%	0,42
Prudente	13,78%	1,51%	3,72%	0,25

Rentabilidades Mensuales año en curso

Cartera	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sept	Oct	Nov	Dic	2025
Arriesgada	3,49%	-1,79%	-7,35%	-4,95%	6,59%	1,77%							-2,87%
Decidida	2,80%	-0,81%	-5,70%	-3,45%	4,77%	1,07%							-1,68%
Moderada	2,04%	0,08%	-3,73%	-2,41%	2,74%	0,49%							-0,93%
Prudente	1,21%	0,65%	-1,95%	-0,66%	0,97%	0,24%							0,43%

Rentabilidad Fondos Subyacentes

Fondos Renta Fija	Junio	BMK	2025	BMK
BNPP InstiCash EUR 3M Std VNAV Cl Cap	0,17%	0,18%	1,18%	1,26%
PIMCO GIS Income E EUR Hedged Acc	1,75%	0,75%	3,94%	1,83%
FvS Bond Opportunities RT	0,45%	0,75%	1,86%	1,83%
Fidelity US Dollar Bond A-Acc-EUR H	1,22%	1,31%	2,96%	3,02%
GS AAA ABS X Cap EUR	0,23%	0,21%	1,32%	1,40%
Mapfre AM Global Bond R EUR	-1,10%	-1,49%	-4,66%	-5,38%
Franklin European Ttl Ret A(acc)EUR	-0,06%	-0,09%	0,13%	0,84%
Algebris Global Crdt Opps R EUR Acc	0,05%	0,46%	0,77%	1,37%
DNCA Invest Alpha Bonds A EUR	0,61%	0,33%	3,23%	2,18%

Fondos Mixtos	Mayo	BMK	BMK	2025
Mapfre AM Capital Responsable R	-0,36%	0,01%	2,68%	2,00%

Fondos Renta Variable	Mayo	BMK	BMK	2025
CT (Lux) Global Focus AU	0,75%	1,46%	-4,26%	-4,24%
Schroder ISF US Large Cap A Acc EUR	3,27%	1,63%	-2,09%	-6,31%
T. Rowe Price US Smlr Cm Eq A EUR	1,12%	1,97%	-13,36%	-13,36%
MFS Meridian Contrarian Value A1 EUR	2,25%	0,26%	10,73%	-2,56%
MS INVF Asia Opportunity AH EUR	3,77%	2,57%	5,99%	1,01%
Federated Hermes Asia exJpn Eq R EUR	2,73%	2,57%	3,78%	1,01%
JPM Global Select Equity A (acc) EUR	1,08%	0,89%	-6,49%	-3,43%
Nordea 1 - Global Stable Equity BP EUR	-1,59%	-2,75%	-3,63%	-1,60%
Robeco BP US Premium Equities D €	0,93%	0,02%	-5,90%	-6,49%
Nomura Fds Japan Strategic Value A EUR	-0,23%	-1,49%	6,19%	-0,35%
Loomis Sayles US Growth Eq R/A EUR	2,70%	2,88%	-6,41%	-6,41%
Fondmapfre Bolsa América R FI	2,05%	1,63%	-6,68%	-6,31%
Mapfre AM Good Governance R	1,33%	0,89%	-4,16%	-3,43%

Comentario de Mercado

Junio se ha caracterizado por una mejora evidente en el sentimiento de los inversores, debido a: el entendimiento comercial entre Estados Unidos y China (entre otros acuerdos comerciales), la caída del riesgo geopolítico (plasmada en la tregua entre Israel e Irán) o la mejora de los datos macro en territorio americano. Estas buenas noticias han conllevado un incremento de los flujos hacia los mercados americanos y emergentes (S&P 500 +4,96%, MSCI EM +5,66%) así como en activos considerados de mayor riesgo (Russell 2000 +5,26%, Nasdaq 100 +6,27%, US High Yield +1,84%). Por otro lado, la continua presión a Jerome Powell para que recorte los tipos de referencia por parte de D. Trump así como una mejora en las expectativas de inflación en el país, han provocado una nueva depreciación del dólar (-3,88% Vs EUR) y un renovado optimismo del mercado en cuanto a los recortes de tipos se refiere. Estos movimientos han impulsado los treasuries americanos (-17pb Treasury 10 años) lo que ha impactado de forma positiva en mercados emergentes y compañías endeudadas. Tras meses de bastante incertidumbre y reordenamiento comercial, podría parecer que estamos inmersos en una aparente normalidad, más si cabe si atendemos al favorable comportamiento de los mercados en lo que llevamos de año.

El comportamiento de las carteras ha vuelto a ser positivo en términos generales. A pesar de haberse manifestado un mes muy favorable al riesgo, una construcción de carteras con un enfoque prudente como la nuestra, ha obtenido unas buenas cifras de rentabilidad. En buena parte esto se ha debido a una destacada selección de fondos de terceros, que en su mayoría han logrado aportar alfa en los 4 perfiles de riesgo. En la parte de renta variable, las estrategias de bolsa americana y asiática fueron las que mayor aporte a la rentabilidad ofrecieron, con la excepción del fondo global de MFS, que a pesar de tener un importante peso en Europa logró una rentabilidad relativa del +2%. En renta fija, los fondos con mayor peso en bonos americanos fueron claves en el rendimiento global de las carteras más conservadoras, en particular hay que destacar el buen hacer de la estrategia de PIMCO, que debido a una mayor exposición a MBS's de agencia obtuvo una rentabilidad de un 1% superior a su índice de referencia.

Cambios

Sin cambios.

Lectura/Podcast Recomendado del Mes

- **¿Cómo invertir en todo el mundo con solo un fondo?:** En este artículo, Patrick Nielsen (Subdirector General de MAPFRE AM) explica el proceso de gestión del Fondmapfre Global (<https://www.mapfre.am/invertir-mundo-fondo-mapfre/>)
- **Estos son los libros económicos recomendados por nuestros expertos para este verano:** <https://www.mapfre.am/libros-economia-verano/>



MAPFRE Inversión

Disclaimer

Este informe ha sido elaborado por el departamento de análisis de MAPFRE Inversión a partir de fuentes de terceros que consideramos fiables. Las opiniones e informaciones contenidas en el mismo no constituyen recomendaciones de inversión o de productos, sin que puedan estimarse como elemento para la toma de decisiones, declinando MAPFRE Inversión cualquier responsabilidad por el uso de la mismas en tal sentido. Las rentabilidades mostradas no garantizan ni presuponen en ningún caso rentabilidades futuras.