

# CONSILIO



MEJOR EAF DEL AÑO  
**Consilio EAF**

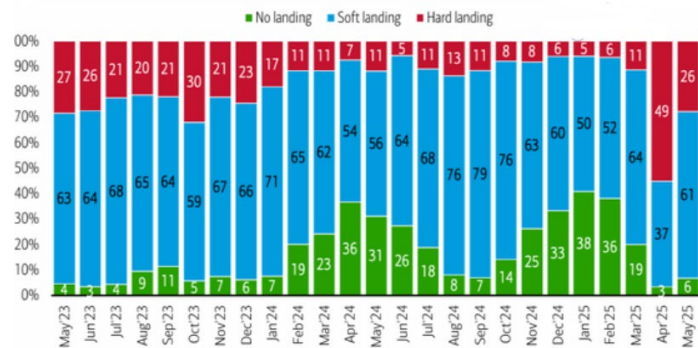


ESTRATEGIA  
JUNIO, 2025



**CONSILIO**  
ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES EAF

## Sentimiento de los inversores sobre una recesión en EE.UU.



Source: BofA Global Fund Manager Survey.

BofA GLOBAL RESEARCH

## ISM Manufacturing y recesiones

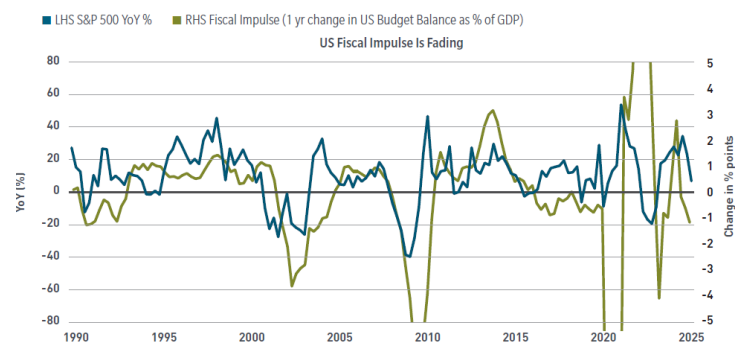


Source: Bloomberg

Bloomberg Opinion

- ✓ El riesgo de recesión en EE.UU. retrocede sensiblemente gracias al acuerdo entre EE.UU. y China dándose un plazo de tres meses para negociar: frente al **49%** de gestores que apostaban por un aterrizaje brusco (*hard landing*) en abril, baja al **26%** en el mes de mayo (gráf sup izq)
- ✓ No obstante, desde 1990, cada vez que el indicador de expectativas **ISM manufacturero** ha caído por debajo de los actuales niveles (se encuentra en territorio negativo), se ha producido una recesión en EE.UU. (gráf sup der)
- ✓ Y EE.UU. no cuenta ya con la posibilidad de seguir impulsando su economía con **gasto fiscal** dado el actual nivel de déficit público (gráf inf der)

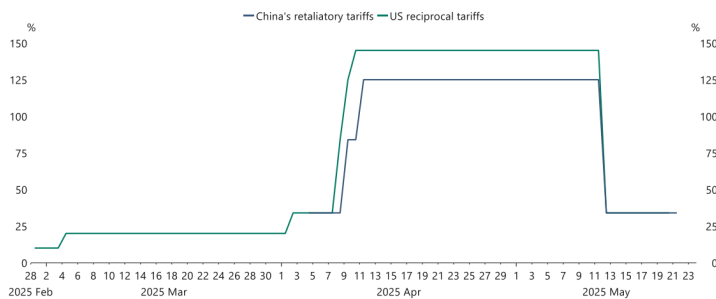
## Impulso fiscal y rentabilidad interanual del S&amp;P 500



Source: Bloomberg. Quarterly data from 31 December 1989 to 31 March 2025.

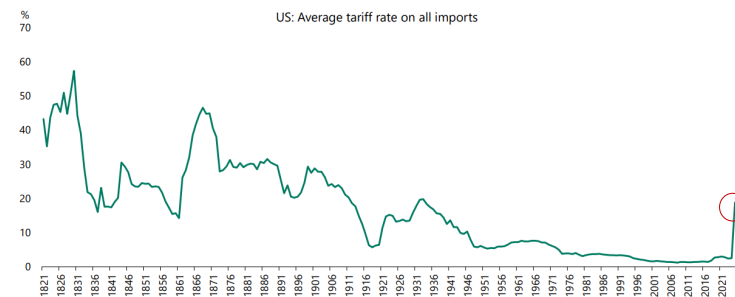
Fuente: MFS

## Evolución de los aranceles en la guerra comercial entre EE.UU. y China



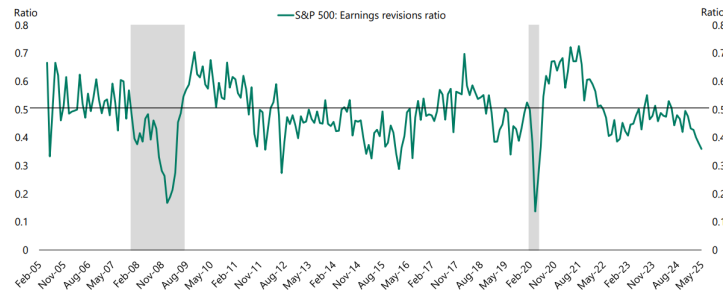
- ✓ Tras el "Liberation Day" los aranceles con China subieron hasta el **145%**, si bien tras el acuerdo para negociar cayeron hasta el **30%** (gráf sup izq)
- ✓ En cualquier caso, los aranceles medios han subido desde el **3%** hasta el **18%** hoy. En la guerra comercial con China en 2018 los aranceles medios subieron del **2%** al **3%** (gráf inf izq)
- ✓ Como consecuencia de la **incertidumbre** creada por la imposición de aranceles, las revisiones de beneficios empresariales se están deteriorando considerablemente (graf inf der)

## Aranceles medios en todas las importaciones de EE.UU.



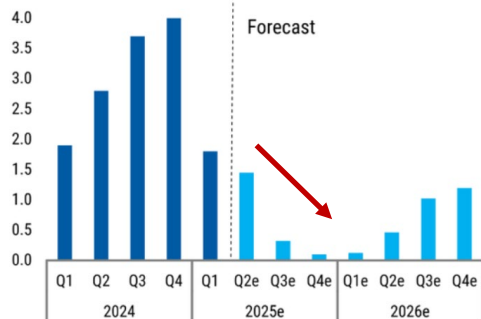
Note: Includes KEPA tariffs on Canada, Mexico, and China (with USMCA exemptions); April 2 "reciprocal" tariffs; and steel, aluminum, auto, and auto parts tariffs. Tariff revenue estimate uses an elasticity of -0.997 and a noncompliance rate of 8 percent.  
 Sources: US Census Bureau; Historical Statistics of the United States; Colonial Times to 1875; Part 1, US International Trade Commission; US imports for consumption; duties collected; and ratio of duties to value, 1891-2021; (Table 1); Tax Foundation calculations; Apollo Chief Economist

## Revisiones de beneficios empresariales



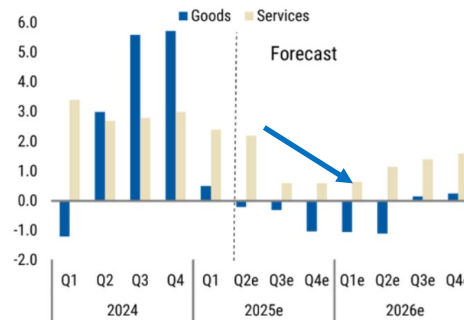
Note: Earnings revisions ratio measures how many upward revisions to earnings estimates analysts are making versus downward revisions over a given period. Above 0.5 more upgrades than downgrades and below 0.5 more downgrades than upgrades.  
 Source: Bloomberg; Apollo Chief Economist

Consumo personal (Inter trimestral, en %)



Note: e = Morgan Stanley Research estimate. Source: BEA, Haver Analytics, Morgan Stanley Research forecasts

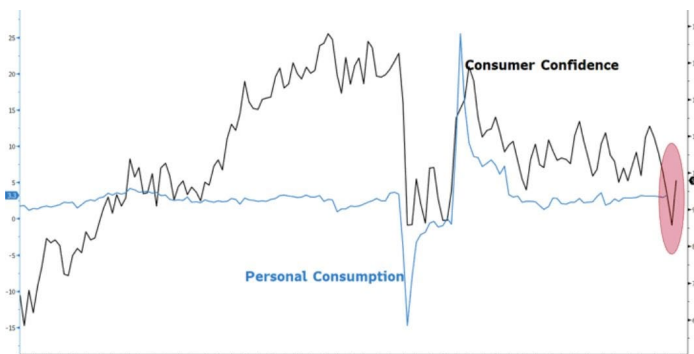
Bienes vs. servicios (Inter trimestral, en %)



Note: e = Morgan Stanley Research estimate. Source: BEA, Haver Analytics, Morgan Stanley Research forecasts

- ✓ Los aranceles se configuran como un impuesto regresivo para los consumidores de renta media y baja (gráf sup izq)
- ✓ Y, frente a los servicios, será el **consumo de bienes** el que se vea más afectado (gráf sup der)
- ✓ No obstante, la **confianza del consumidor americano** ha registrado un rebote importante con la mayor subida mensual en 4 años gracias a la tregua en las negociaciones sobre los aranceles (gráf inf der)

Confianza del Consumidor en EE.UU.



Fuente: Bloomberg, Consilio

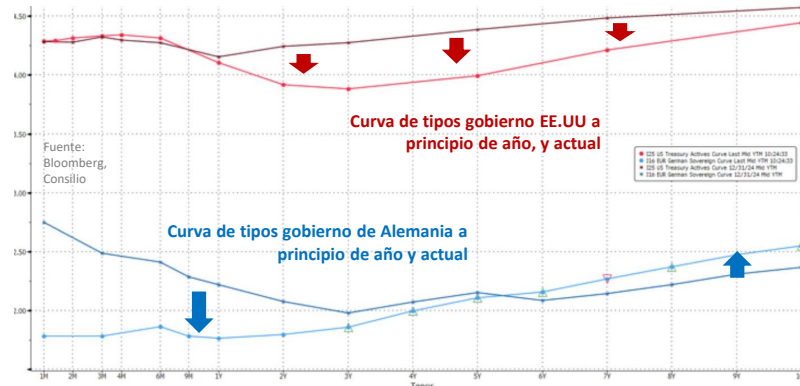
## ACTIVOS: RENTA FIJA

EN EUROPA, LOS CORTOS PLAZOS SIGUEN OFRECIENDO LA MEJOR COMBINACIÓN RENTABILIDAD-RIESGO

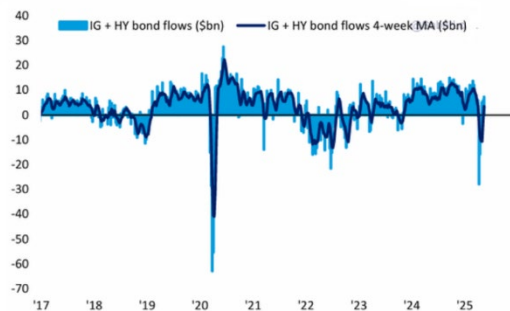
| FIXED INCOME                               | %1M   | %12M  | %YTD   |
|--------------------------------------------|-------|-------|--------|
| GLOBAL INVEST GRADE CORP BONDS             | 0,7%  | 7,4%  | 4,97%  |
| GLOBAL HIGH YIELD CORP BONDS               | 1,3%  | 10,0% | 4,58%  |
| BARCLAYS WORLD GOVT INFLATION LINKED BONDS | 0,2%  | 5,3%  | 3,02%  |
| MARKIT IBOXX USD TREASURIES TOTAL RETURN   | -0,2% | 4,9%  | 2,42%  |
| US GOVT BONDS 1-3 YR                       | 0,2%  | 5,7%  | 2,21%  |
| US GOVT BONDS 1-10 YR                      | 0,1%  | 6,2%  | 3,00%  |
| US GOVT BONDS > 10 YR                      | -1,4% | 0,7%  | 0,56%  |
| US CORPORATES TOTAL RETURN                 | 0,7%  | 5,6%  | 2,26%  |
| US HIGH YIELD CORPORATES                   | 1,3%  | 9,3%  | 2,68%  |
| EURO GOVT BONDS                            | 0,5%  | 4,9%  | 0,75%  |
| EURO GOVT BONDS 1-3 YR                     | 0,2%  | 4,8%  | 1,50%  |
| EURO GOVT BONDS 1-10 YR                    | 0,4%  | 5,6%  | 1,71%  |
| EURO GOVT BONDS > 10 YR                    | 0,9%  | 3,0%  | -1,71% |
| EURO INVEST GRADE CORP BONDS               | 0,8%  | 6,5%  | 1,53%  |
| EURO HIGH YIELD CORP BONDS                 | 1,3%  | 8,0%  | 2,30%  |
| SPAIN GOVT BONDS 1-10 YR                   | 0,4%  | 5,8%  | 1,65%  |
| SPAIN GOVT BONDS > 10 YR                   | 1,2%  | 5,1%  | -1,14% |
| EMERGING MARKETS GOVT BONDS                | 0,8%  | 8,0%  | 3,52%  |

Fuente: Bloomberg, Consilio

El movimiento de las *yields* en el año ha sido divergente en EE.UU. y en la Eurozona: mientras que en EE.UU. han caído las *yields* de medio-largo plazo, en Europa se ha producido una rotación que ha beneficiado los plazos cortos



Tras el rally en los mercados de riesgo, el crédito en EE.UU. ha registrado sus mayores flujos positivos en 10 semanas



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR

BoFA GLOBAL RESEARCH

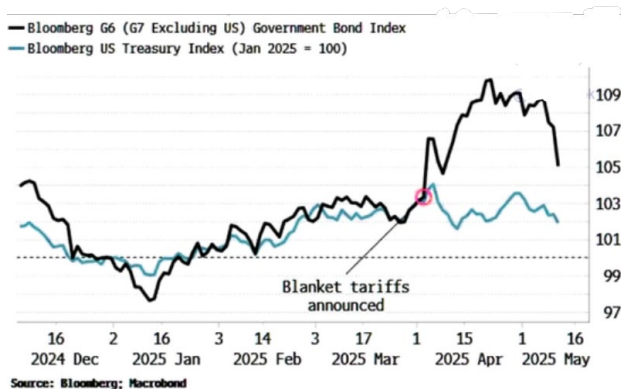
No obstante, los gestores apuntan a la guerra comercial como el más probable desencadenante de un evento sistémico de crédito



Source: BofA Global Fund Manager Survey.

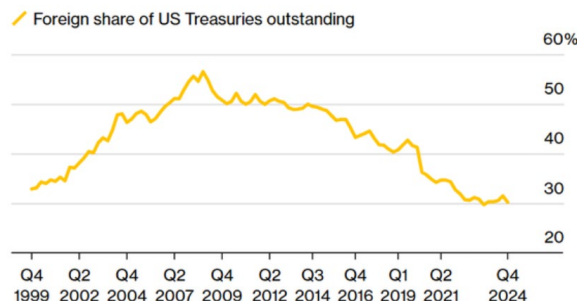
BoFA GLOBAL RESEARCH

Rentabilidad de la renta fija americana y de G-7 excluyendo a EE.UU.

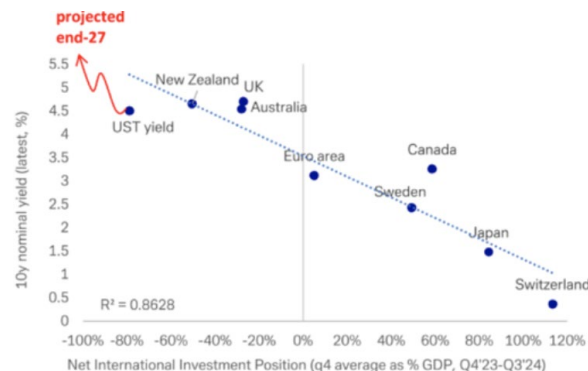


- ✓ Tras el “*Liberation Day*” la renta fija de gobiernos no estadounidenses **ha superado** en rentabilidad a la del Tesoro estadounidense (gráf sup izq)
- ✓ Actualmente el porcentaje de deuda americana en manos de no residentes se ha estabilizado en torno al **30%**, desde el 50% alcanzado antes de la CFG (gráf inf izq)
- ✓ El actual patrón de deterioro de la posición neta negativa extranjera financiando los activos americanos podría tener implicaciones sobre la yield del bono a 10 años americano cuyo nivel de equilibrio se encontraría en el entorno del **5%** (graf inf der)

Proporción de deuda americana en manos de no residentes



Posición Neta Inversora Internacional



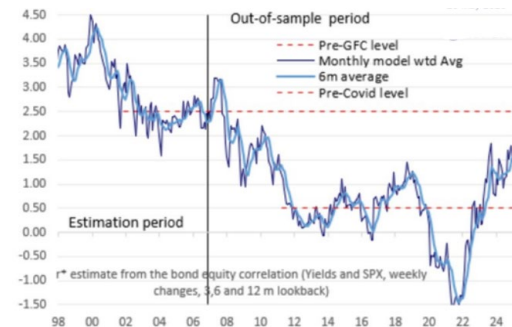
### Componentes del yield de la deuda americana a 10 años



Fuente: TS Lombard

- ✓ La **prima de plazo** ha estado impulsando las yields de la deuda de Tesoro a más largo plazo al alza (gráf sup izq)
- ✓ La **tasa de interés neutral en EE.UU.  $r^*$**  se sitúa en niveles pre-Crisis Financiera Global (CFG). Ello implicaría que los **tipos de interés actuales en EE.UU.** deberían situarse en el entorno del 5% dadas las actuales expectativas de inflación (gráf sup der)
- ✓ Los **bonos a corto plazo** se han mostrado como la mejor cobertura frente a las caídas en las acciones a diferencia de los bonos a más largo plazo cuya correlación con la bolsa se ha mostrado positiva (gráf inf der)

### Estimación mensual de la tasa neutral $r^*$ a partir de la correlación bonos-bolsa



Source : Deutsche Bank, Federal Reserve, Bloomberg Finance LP

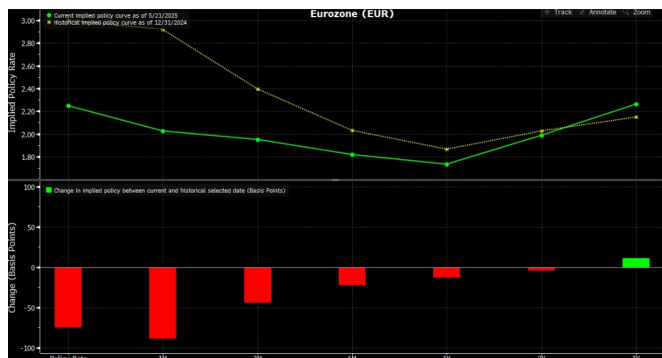
### Correlación bonos-acciones

2yr US Treasury 5yr US Treasury 10yr US Treasury 30yr US Treasury



Source: BlackRock, Bloomberg, as of April 2025. Rolling 252-day stock-bond correlation.

Expectativas de tipos de interés en la Eurozona hoy y a inicio de año



Expectativas de tipos de interés en EE.UU. hoy y a inicio de año



- ✓ El BCE ha recortado tipos 3 veces este año y la expectativa de tipos de interés en la Eurozona apunta a dos bajadas adicionales en lo que queda de año. El nivel de tipos de interés se ha situado sustancialmente por debajo de las expectativas que había a inicios de año gracias al control de la inflación (gráf sup izq)
- ✓ En EE.UU., sin embargo, las expectativas sobre los tipos se han movido por encima de las que había a principios de año. Aún así y, aunque se evapora la posible bajada de tipos en junio, todavía se esperan 2 recortes de aquí a finales de año (gráf sup der)
- ✓ La yield de partida ha sido históricamente un buen predictor de la rentabilidad a 5 años para los bonos. Con el Índice *Bloomberg US Aggregate* con una yield del **4,5%** sería previsible un retorno a 5 años cerca de esos niveles (gráf inf der)

Yield de partida de los bonos core (Aggregate Index) y rentabilidad a 5 años





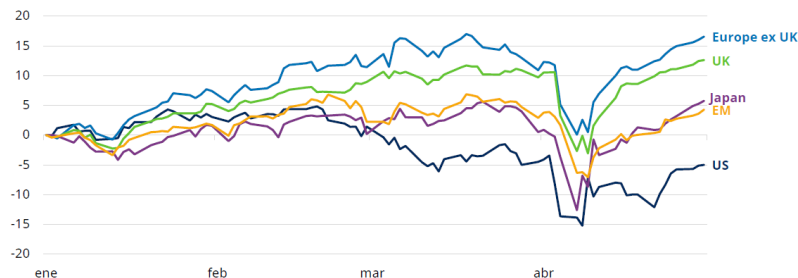
## ACTIVOS: RENTA VARIABLE

LAS BOLSAS RECUPERAN LOS NIVELES ANTERIORES AL “LIBERATION DAY”

| EQUITIES                | %1M  | %12M  | %YTD   |
|-------------------------|------|-------|--------|
| MSCI WORLD              | 3,5% | 10,5% | 2,23%  |
| MSCI WORLD VALUE        | 1,7% | 8,4%  | 5,37%  |
| MSCI WORLD GROWTH       | 5,7% | 15,8% | 3,12%  |
| S&P500                  | 4,1% | 13,5% | 1,06%  |
| DOW JONES INDUSTRIAL    | 2,5% | 11,2% | 0,08%  |
| NASDAQ 100              | 6,2% | 16,0% | 1,88%  |
| RUSSELL 2000            | 2,4% | 1,2%  | -6,85% |
| RUSSELL 1000 VALUE      | 2,0% | 8,9%  | 2,50%  |
| RUSSELL 1000 GROWTH     | 5,9% | 16,9% | -0,52% |
| STOXX 600               | 3,2% | 9,5%  | 10,69% |
| EUROSTOXX 50            | 2,5% | 10,3% | 11,65% |
| DAX 30                  | 3,9% | 29,7% | 20,53% |
| IBEX 35                 | 5,3% | 30,5% | 24,54% |
| MSCI EUROPE VALUE       | 2,2% | 12,3% | 11,94% |
| MSCI EUROPE GROWTH      | 2,2% | -0,9% | 3,96%  |
| TOPIX                   | 4,2% | 1,0%  | 0,60%  |
| SHANGAI SHENZEN CSI 300 | 1,8% | 7,0%  | -2,41% |
| MSCI EMERGING MARKETS   | 2,4% | 13,0% | 8,73%  |
| MSCI ASIA ex JAPAN      | 3,0% | 14,8% | 7,96%  |
| MSCI LATAM              | 1,4% | 0,4%  | 22,41% |
| MSCI FRONTIER MARKETS   | 6,0% | 17,4% | 13,73% |

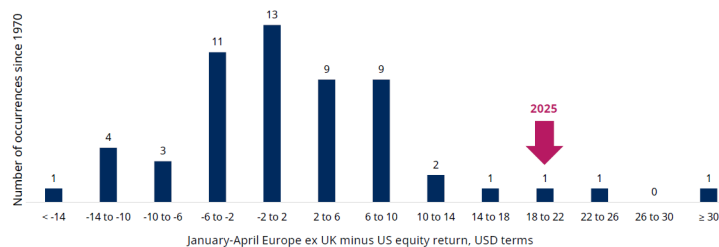
Fuente: Bloomberg, Consilio

El rebote de la bolsas recupera todo lo perdido en abril



Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated.  
Source: LSEG Datastream, MSCI and Schroders Strategic Research Unit. Data to 30 April 2025 in US dollars. Please see relevant disclaimers on page 48

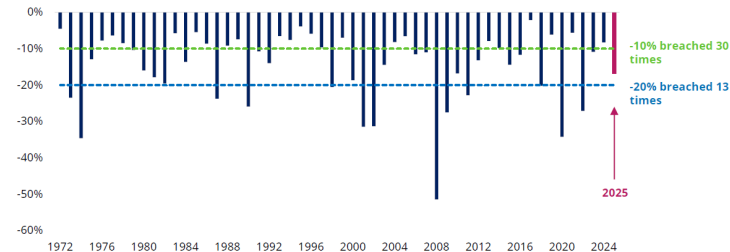
2025 es el tercer mejor comienzo de año para Europa frente a EE.UU. en más de 100 años con un 22% de rentabilidad diferencial



Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated.  
Source: LSEG Datastream, MSCI and Schroders Strategic Research Unit. Data to 30 April 2025 in US dollars. Please see relevant disclaimers on page 48

Correcciones de más del 10% suceden en muchos ejercicios pero caídas de ca. del 20% sólo ocurren cada 4 años

Biggest stock market falls in each of the past 53 calendar years, MSCI World (USD)

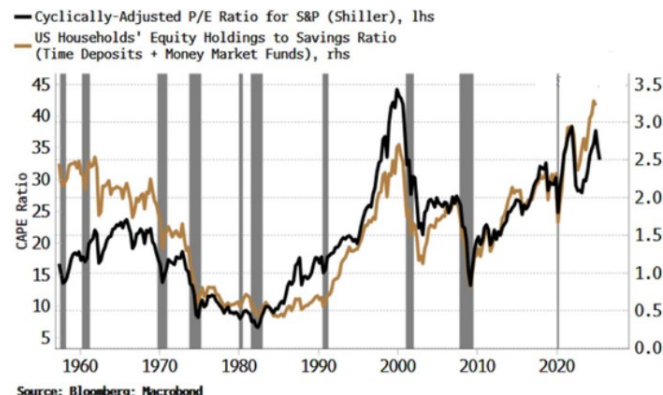


Past performance is not a guide to the future and may not be repeated.  
Source: LSEG Datastream, MSCI and Schroders. Data to 30 April 2025 for MSCI World price index in USD terms. Please see relevant disclaimers on page 48

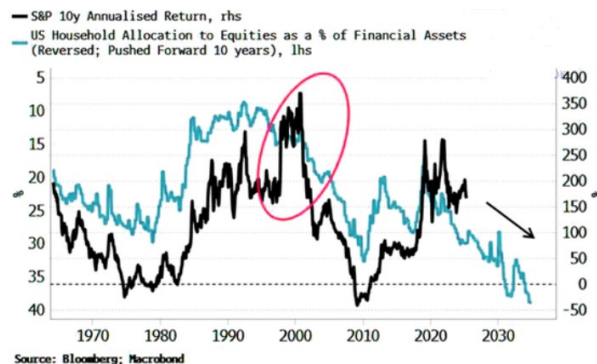
### PER de S&P 500 y del Stoxx 600 vs. su media histórica



### Per histórico CAPE de Shiller vs exposición de particulares a la bolsa



### Exposición de particulares a la bolsa (invertido) y retornos en la siguiente década



- ✓ Los mercados han vuelto a situarse en **niveles elevados de valoración** y se encuentran por encima de su media histórica tanto en EE.UU. como en Europa, aunque en EE.UU. el desfase es mayor (graf sup izq)
- ✓ Las **valoraciones de las acciones americanas** siguen en niveles históricamente elevados, mientras que el **porcentaje de acciones** sobre activos monetarios y depósitos de los **particulares** se sitúa en máximos históricos (gráfico superior der).
- ✓ Históricamente a la elevada participación de los inversores particulares en bolsa le ha seguido una **década de retornos mediocres** en bolsa (gráf inf izq)

Citigroup US Earning Revision Index

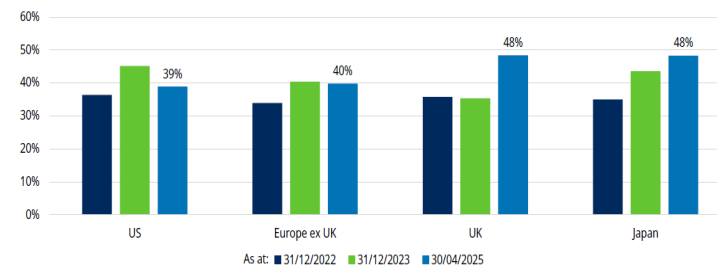


Beneficios trimestrales del S&P 500 (en % interanual)



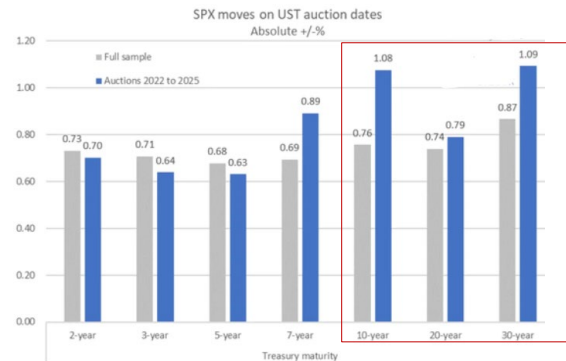
- ✓ Tras seis meses consecutivos de revisiones negativas, las revisiones de acciones americanas se han tornado positivas en mayo (gráf sup izq)
- ✓ Las previsiones de Deutsche Bank apuntan no obstante a un **agudo deterioro del crecimiento de beneficios** del S&P 500, con expectativas de que el segundo trimestre sea negativo y una contracción más profunda más adelante en 2025 si los aranceles persisten (gráf superior derecho)
- ✓ Una **mayor proporción de compañías no americanas** se prevé que ofrezcan crecimiento de doble dígito en los próximos 12 meses frente a las americanas (gráf inf der)

Proporción de compañías con previsión de crecimiento de beneficios de doble dígito, en términos de divisa local



Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated.  
Excludes companies with missing data or negative earnings as these render growth calculations meaningless. Emerging markets have not been shown above. Over 60% of constituents of MSCI EM are forecast to deliver double-digit EPS growth over the next 12 months but this is in part because inflation in many of these countries is higher than in developed markets. Source: LSEG Datastream, MSCI and Schroders. Please see relevant disclaimers on page 48

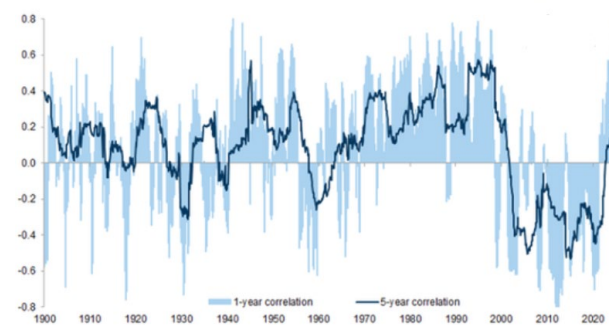
#### Movimiento del S&P 500 los días de subasta de emisiones de deuda pública



Source: Bloomberg, Citi Global Markets

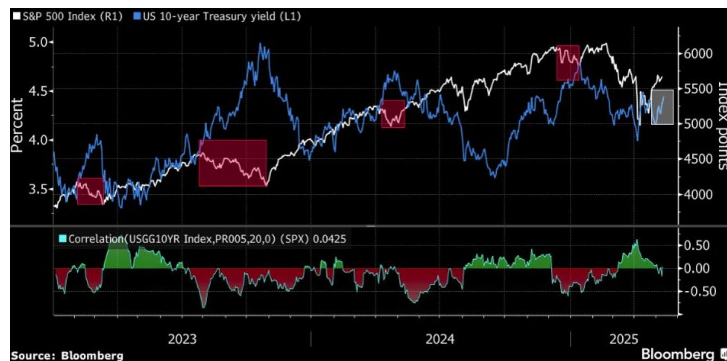
#### Correlacion S&P 500 y bono americano a 10 años

S&P 500 vs. US 10-Year bond correlation (daily returns where available, otherwise monthly returns)



Source: Haver Analytics, Robert Shiller, Goldman Sachs Global Investment Research

#### Evolución de las acciones y de la yields de los bonos



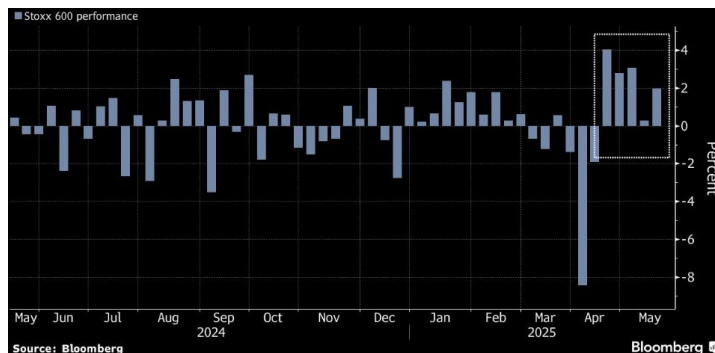
Source: Bloomberg

- ✓ La volatilidad del S&P 500 en los días de subasta de deuda pública americana se ha intensificado desde 2022, especialmente cuando se emiten **bonos a los plazos más largos** lo que refleja una mayor sensibilidad a los riesgos fiscales (graf sup izq)
- ✓ Teniendo en cuenta la historia, la correlación entre las acciones americanas y los bonos se ha vuelto más positiva desde el COVID (gráfico superior derecho)
- ✓ La subida en las yields de la deuda podría volver a tornarse un **riesgo para la evolución de las bolsas** como ya ha sucedido en episodios anteriores durante los últimos años (gráf inf izq)

## ACTIVOS: RENTA VARIABLE

### LAS ACCIONES EUROPEAS BATEN A LAS AMERICANAS EN EL AÑO PERO SIGUEN SIENDO MÁS ATRACTIVAS

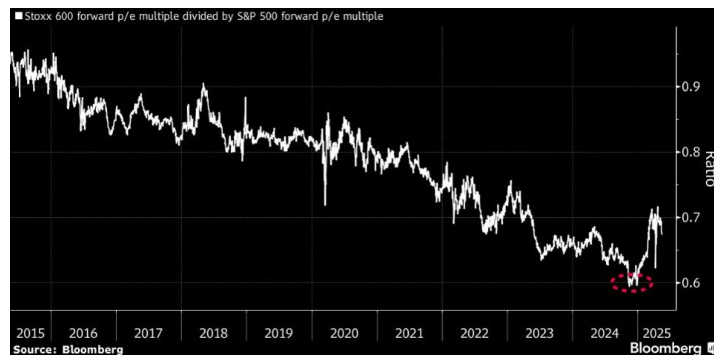
Las acciones europeas registran **5 semanas consecutivas de subidas**, la mayor secuencia desde febrero



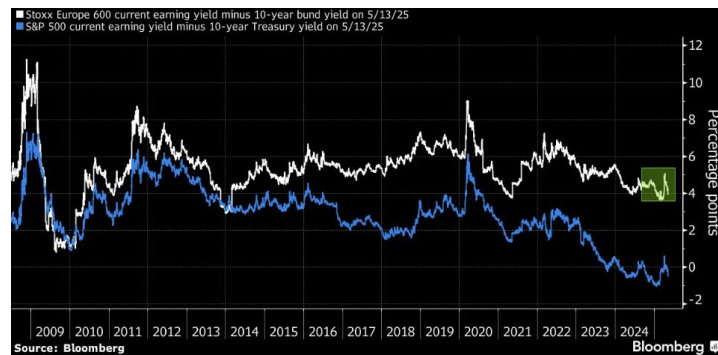
Las acciones europeas batan a las americanas en los que llevamos de año



Las acciones europeas siguen estando **baratas** respecto a las americanas



La prima de riesgo es **más atractiva en Europa**. EE.UU. registra tipos más elevados, tensiones inflacionistas y riesgos para el crecimiento económico

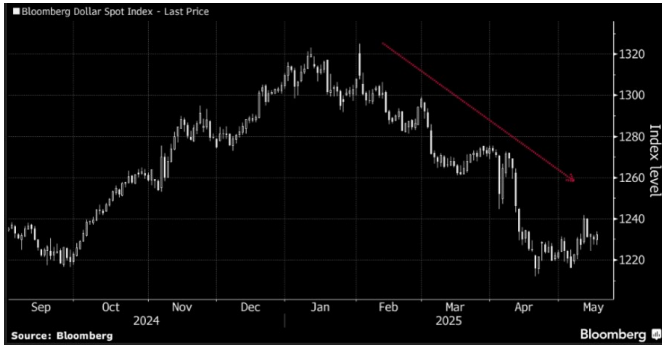


| WORLD EQUITY RATIOS   |              |         |         |         |         |         |        |       |       |            |             |     |           |       |       |       |             |        |           |     |  |
|-----------------------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|-------|------------|-------------|-----|-----------|-------|-------|-------|-------------|--------|-----------|-----|--|
| 31-may-25             |              | LAST    | EPS     |         |         |         | GROWTH |       |       | MOMENTUM   |             |     | VALUATION |       |       |       | PERFORMANCE |        |           |     |  |
|                       |              |         | Actual  | EPSf12  | EPS25   | EPS26   | EPS24  | EPS25 | EPS26 | %EPS 4Week | %EPS 6Month | RSI | PE Hoy    | PEf12 | PE25  | PE26  | YIELD       | %YTD   | %3YR ANN. | VOL |  |
| MSCI WORLD            | MXWO Index   | 3.863   | 183,9   | 190,8   | 213,1   | 232,6   | 3,7%   | 11,7% | 9,2%  | -0,5%      | -2,5%       | 65  | 21,0x     | 19,3x | 18,1x | 16,6x | 1,9%        | 5,2%   | 13%       | 16% |  |
|                       | S&P500       | 5.912   | 254,0   | 263,6   | 295,5   | 325,6   | 3,8%   | 12,1% | 10,2% | -0,3%      | -3,7%       | 61  | 23,3x     | 21,4x | 20,0x | 18,2x | 1,4%        | 1,1%   | 14%       | 20% |  |
|                       | DOW JONES    | 42.270  | 1982,1  | 2019,8  | 2285,5  | 2560,0  | 1,9%   | 13,2% | 12,0% | -0,7%      | -5,0%       | 57  | 21,3x     | 19,8x | 18,5x | 16,5x | 1,7%        | 0,1%   | 10%       | 17% |  |
|                       | NASDAQ100    | 21.341  | 703,1   | 767,1   | 880,2   | 986,3   | 9,1%   | 14,7% | 12,1% | -0,7%      | -4,4%       | 64  | 30,4x     | 26,2x | 24,2x | 21,6x | 0,8%        | 1,9%   | 19%       | 26% |  |
|                       | RUSSELL2000  | 2.066   | 66,8    | 80,8    | 107,5   | 123,4   | 21,0%  | 33,1% | 14,7% | -0,6%      | -13,3%      | 55  | 30,9x     | 22,5x | 19,2x | 16,8x | 2,3%        | -6,8%  | 4%        | 25% |  |
|                       | STOXX600     | 549     | 36,1    | 36,1    | 40,2    | 43,8    | 0,0%   | 11,3% | 9,1%  | -0,4%      | -6,1%       | 59  | 15,2x     | 14,5x | 13,7x | 12,5x | 3,3%        | 10,8%  | 11%       | 15% |  |
|                       | EUROSTOXX50  | 5.367   | 349,6   | 347,3   | 378,0   | 412,8   | -0,7%  | 8,8%  | 9,2%  | -0,4%      | -3,6%       | 55  | 15,4x     | 14,9x | 14,2x | 13,0x | 3,2%        | 12,3%  | 16%       | 18% |  |
|                       | IBEX35       | 14.152  | 1129,4  | 1115,0  | 1157,0  | 1232,8  | -1,3%  | 3,8%  | 6,6%  | 1,2%       | 5,1%        | 64  | 12,5x     | 12,5x | 12,2x | 11,5x | 4,2%        | 24,5%  | 22%       | 17% |  |
|                       | FTSE100      | 8.772   | 680,6   | 653,0   | 714,2   | 774,2   | -4,1%  | 9,4%  | 8,4%  | -2,1%      | -8,2%       | 63  | 12,9x     | 12,9x | 12,3x | 11,3x | 3,6%        | 9,4%   | 9%        | 13% |  |
|                       | DAX30        | 23.997  | 1315,7  | 1430,8  | 1628,9  | 1828,2  | 8,7%   | 13,8% | 12,2% | 0,2%       | -2,3%       | 62  | 18,2x     | 15,9x | 14,7x | 13,1x | 2,6%        | 20,5%  | 18%       | 18% |  |
| TOPIX                 | TPX Index    | 2.802   | 182,5   | 178,3   | 200,1   | 205,8   | -2,3%  | 12,3% | 2,9%  | -2,7%      | -3,6%       | 66  | 15,4x     | 15,0x | 14,0x | 13,6x | 2,6%        | 1,8%   | 16%       | 28% |  |
| EMERGING MARKETS      | MXEF Index   | 1.157   | 80,4    | 89,9    | 100,9   | 111,5   | 11,8%  | 12,2% | 10,5% | 1,0%       | -2,8%       | 56  | 14,4x     | 12,3x | 11,5x | 10,4x | 2,8%        | 8,9%   | 6%        | 17% |  |
| ASIA PACIFIC ex Japan | MXAPJ Index  | 609     | 39,3    | 42,7    | 47,4    | 52,3    | 8,7%   | 11,1% | 10,3% | 0,7%       | -2,6%       | 59  | 15,5x     | 13,6x | 12,8x | 11,6x | 2,7%        | 8,2%   | 7%        | 17% |  |
| BRASIL                | IBOV Index   | 137.027 | 12596,8 | 16625,3 | 18481,9 | 22031,1 | 32,0%  | 11,2% | 19,2% | 0,1%       | -5,6%       | 53  | 10,9x     | 7,9x  | 7,4x  | 6,2x  | 6,5%        | 13,9%  | 7%        | 15% |  |
| CHINA                 | SHCOMP Index | 3.347   | 215,6   | 259,5   | 285,6   | na      | 20,4%  | 10,1% | na    | -1,0%      | -5,7%       | 51  | 15,5x     | 12,4x | 11,7x | na    | 3,1%        | 0,4%   | 5%        | 20% |  |
| INDIA                 | SENSEX Index | 81.451  | 3601,4  | 3721,1  | 4223,3  | 4771,8  | 3,3%   | 13,5% | 13,0% | 0,3%       | -6,2%       | 55  | 22,6x     | 20,7x | 19,3x | 17,1x | 1,4%        | 4,7%   | 15%       | 15% |  |
| FRONTIER MARKETS      | MXFM Index   | 596     | 57,2    | 63,2    | 72,3    | 74,0    | 10,5%  | 14,3% | 2,3%  | 0,9%       | 4,9%        | 79  | 10,4x     | 8,9x  | 8,2x  | 8,1x  | 5,3%        | 14,0%  | 7%        | 10% |  |
| EU Banks              | SX7P Index   | 276     | 31,3    | 30,3    | 31,8    | 33,7    | -3,2%  | 5,1%  | 5,8%  | 1,4%       | 5,3%        | 62  | 8,8x      | 8,9x  | 8,7x  | 8,2x  | 5,4%        | 35,1%  | 34%       | 23% |  |
| EU Energy             | SXEP Index   | 347     | 34,5    | 32,0    | 33,7    | 37,3    | -7,3%  | 5,5%  | 10,7% | -3,5%      | -15,5%      | 57  | 10,1x     | 10,6x | 10,3x | 9,3x  | 5,2%        | 6,2%   | 5%        | 21% |  |
| EU Utilities          | SX6P Index   | 444     | 32,5    | 32,5    | 33,9    | 36,2    | -0,1%  | 4,3%  | 6,8%  | 0,5%       | 2,0%        | 59  | 13,6x     | 13,4x | 13,1x | 12,3x | 4,7%        | 19,6%  | 10%       | 16% |  |
| EU Telecoms           | SXKP Index   | 263     | 12,8    | 15,7    | 17,8    | 19,8    | 22,9%  | 13,7% | 11,0% | -0,2%      | -6,1%       | 57  | 20,6x     | 15,9x | 14,8x | 13,3x | 4,1%        | 17,5%  | 8%        | 14% |  |
| EU Health             | SXDP Index   | 1.055   | 65,5    | 67,7    | 74,5    | 81,6    | 3,5%   | 10,0% | 9,6%  | 0,3%       | -3,9%       | 54  | 16,1x     | 15,0x | 14,2x | 12,9x | 2,6%        | -1,3%  | 3%        | 18% |  |
| EU Tech               | SX8P Index   | 833     | 30,1    | 31,2    | 36,5    | 41,4    | 3,7%   | 16,9% | 13,3% | -1,4%      | -9,2%       | 56  | 27,7x     | 24,9x | 22,8x | 20,1x | 1,2%        | 3,6%   | 12%       | 26% |  |
| EU Industrials        | SXNP Index   | 1.000   | 44,4    | 45,3    | 50,6    | 56,8    | 2,1%   | 11,7% | 12,2% | -0,9%      | -4,4%       | 62  | 22,5x     | 21,1x | 19,8x | 17,6x | 2,1%        | 15,7%  | 18%       | 21% |  |
| EU Construction       | SXOP Index   | 797     | 47,9    | 46,5    | 51,6    | 56,4    | -2,9%  | 11,0% | 9,3%  | -0,4%      | -3,0%       | 52  | 16,6x     | 16,4x | 15,4x | 14,1x | 2,8%        | 16,6%  | 17%       | 20% |  |
| EU Consumer Staples   | SX3P Index   | 690     | 36,9    | 36,8    | 40,0    | 43,2    | -0,4%  | 8,6%  | 8,1%  | -1,2%      | -5,9%       | 56  | 18,7x     | 18,1x | 17,3x | 16,0x | 3,0%        | 11,4%  | -1%       | 14% |  |
| US Banks              | IXM Index    | 627     | 35,1    | 35,4    | 38,9    | 41,7    | 0,8%   | 10,0% | 7,1%  | -1,4%      | -0,3%       | 58  | 17,9x     | 17,0x | 16,1x | 15,0x | 1,7%        | 5,8%   | 15%       | 21% |  |
| US Energy             | IXE Index    | 854     | 59,0    | 54,6    | 65,9    | 75,8    | -7,5%  | 20,8% | 14,9% | -4,0%      | -18,7%      | 44  | 14,5x     | 14,4x | 12,9x | 11,3x | 3,6%        | -3,9%  | 1%        | 25% |  |
| US Utilities          | S5UTIL Index | 414     | 21,7    | 22,3    | 24,5    | 26,6    | 2,9%   | 9,7%  | 8,7%  | 0,2%       | -0,7%       | 58  | 19,1x     | 17,8x | 16,9x | 15,6x | 3,0%        | 9,2%   | 7%        | 18% |  |
| US Telecoms           | S5TELS Index | 353     | 16,9    | 18,0    | 19,4    | 21,5    | 6,6%   | 7,6%  | 10,8% | 0,9%       | 2,3%        | 65  | 20,9x     | 19,0x | 18,2x | 16,4x | 0,9%        | 3,6%   | 21%       | 24% |  |
| US Health             | IXV Index    | 1.338   | 77,2    | 80,3    | 87,8    | 96,9    | 4,1%   | 9,3%  | 10,4% | -0,7%      | -3,3%       | 46  | 17,3x     | 16,0x | 15,2x | 13,8x | 2,0%        | -3,1%  | 2%        | 16% |  |
| US Tech               | IXT Index    | 2.326   | 74,1    | 85,1    | 98,5    | 109,5   | 14,8%  | 15,8% | 11,1% | 0,2%       | -3,6%       | 62  | 31,4x     | 25,7x | 23,6x | 21,2x | 0,8%        | -0,4%  | 18%       | 30% |  |
| US Industrials        | S5INDU INDEX | 1.207   | 46,7    | 47,9    | 54,8    | 61,2    | 2,6%   | 14,5% | 11,6% | 0,3%       | -6,6%       | 65  | 25,9x     | 23,8x | 22,0x | 19,7x | 1,5%        | 8,9%   | 16%       | 20% |  |
| US Homebuilders       | SSHOME INDEX | 2.347   | 279,5   | 210,4   | 224,9   | 269,8   | -24,7% | 6,9%  | 20,0% | 0,0%       | -22,6%      | 44  | 8,4x      | 10,8x | 10,4x | 8,7x  | 1,4%        | -13,0% | 19%       | 31% |  |
| US Consumer Staples   | SSCONS INDEX | 917     | 39,9    | 39,4    | 42,1    | 45,0    | -1,2%  | 6,9%  | 7,0%  | -0,7%      | -5,0%       | 61  | 23,0x     | 22,7x | 21,8x | 20,4x | 2,5%        | 8,5%   | 9%        | 14% |  |

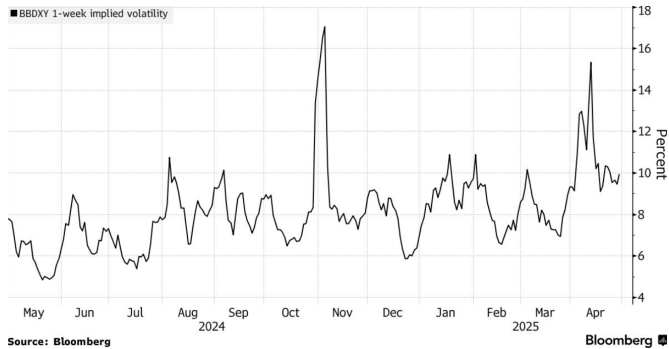
Fuente:  
Bloomberg,  
Consilio



El **dólar ha caído** este año con las preocupaciones sobre la política en EE.UU.



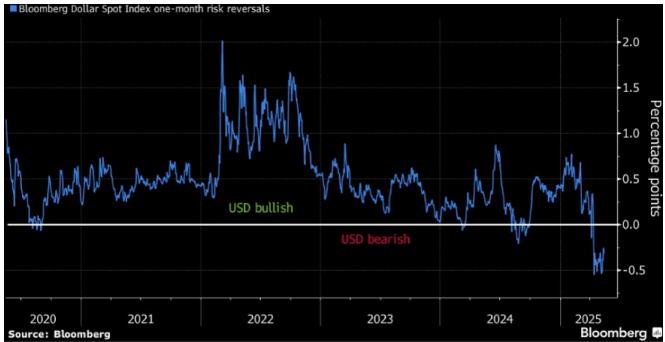
La **volatilidad del USD** ha repuntado a raíz de la política arancelaria



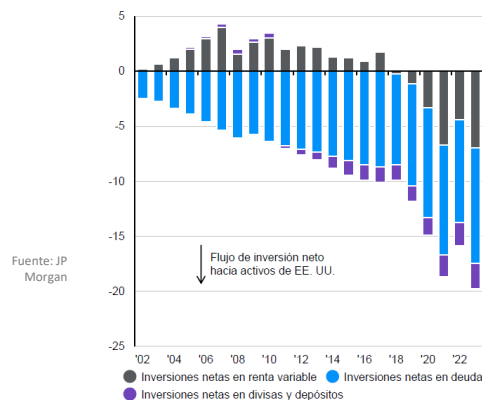
El sentimiento de las opciones se mantiene **bajista** en el USD

| CURRENCIES & COMMODITIES | %1M   | %12M   | %YTD    |
|--------------------------|-------|--------|---------|
| USD/EUR                  | 0,1%  | -4,5%  | -8,80%  |
| CNY/USD                  | -1,0% | -0,5%  | -1,38%  |
| USD/JPY                  | -0,9% | 8,8%   | 9,27%   |
| EUR/JPY                  | -0,9% | 3,9%   | -0,35%  |
| DOLLAR INDEX SPOT        | -0,1% | -5,1%  | -8,44%  |
| GLOBAL COMMODITIES       | -1,4% | -2,9%  | 1,24%   |
| CRUDE OIL                | -0,5% | -23,3% | -15,89% |
| NATURAL GAS              | -5,2% | 1,2%   | -2,13%  |
| GOLD INDEX               | -0,6% | 40,1%  | 25,33%  |

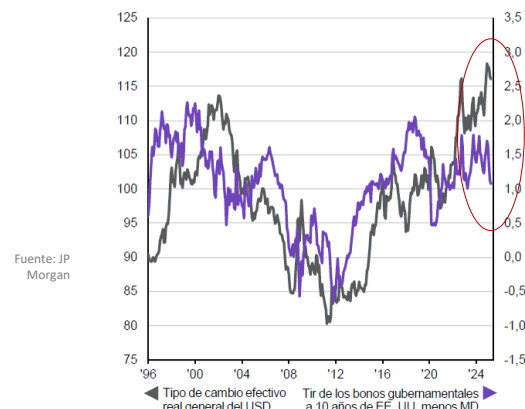
Fuente: Bloomberg, Consilio



Posición de inversión neta internacional en EE.UU. (billones de USD)



Nivel del dólar estadounidense y diferenciales de tipos de interés (Nivel del índice, izqda.; puntos %, dcha)



Diferencial de la *yield* del bono de gobierno a 5 años (%) vs nivel del US Dollar Index



Sources: J.P. Morgan Wealth Management, Bloomberg Finance L.P. Data as of April 24, 2025. Yield differential is DXY-weighted.

- ✓ Estados Unidos cuenta con la mayor posición de inversión internacional neta (NIIP, por sus siglas en inglés) negativa, financiada por capital mundial. El restablecimiento de parte de este equilibrio, podría influir en que el dólar se siguiera **depreciando** (graf sup izq)
- ✓ Desde la pandemia la apreciación del USD ha sido mayor que la que los diferenciales de tipos sugerirían. La mayor **fortaleza de la economía americana** y su, hasta la fecha, estatus como **moneda reserva** explicarían el movimiento de apreciación (gráfico superior derecho)
- ✓ Sin embargo, la reciente caída del USD no estaría explicada por el diferencial de yields sino que sería imputable al sentimiento del mercado sobre una cierta pérdida del **estatus de la divisa americana** como activo refugio (gráf inf izq)

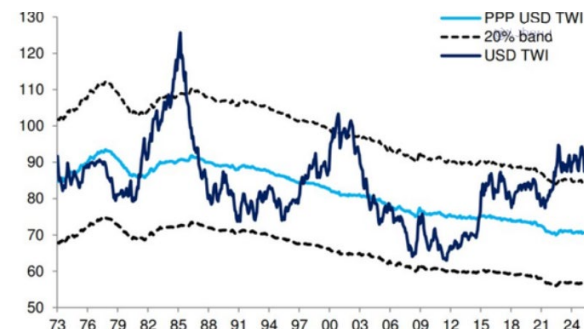


Desviación del tipo de cambio real efectivo del USD respecto a sus medias históricas, %



Sources: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan Asset Management - Long Term Capital Market Assumptions 2025. Data as of April 24, 2025.

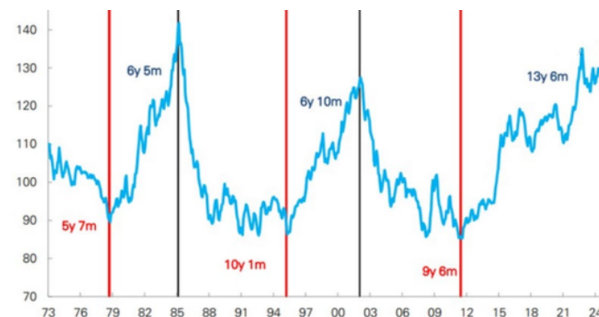
Desviación del tipo de cambio respecto a su valoración justa en términos de PPP



Source: Refinitiv Eikon Datastream, Deutsche Bank

- ✓ El dólar estaría sobrevalorado siguiendo las métricas de valoración de largo plazo, frente al cuál las principales divisas tendrían un potencial elevado de revalorización: **14%** el Euro y **20%** el Yen (gráf sup izq)
- ✓ La desviación del tipo de cambio respecto a su valoración justa en términos de PPP (Power Purchase Parity) se situaría en una sobrevaloración del USD superior al **20%** (gráf sup der)
- ✓ El dólar a largo plazo muestra un patrón claro cíclicamente. Los cambios en los ciclos de apreciación o de depreciación coinciden con grandes **acontecimientos** a nivel global (grafico inferior derecho)

Ciclos del Índice de Tipo de Cambio Real Ponderado por el Comercio (TWI) del USD vs principales divisas



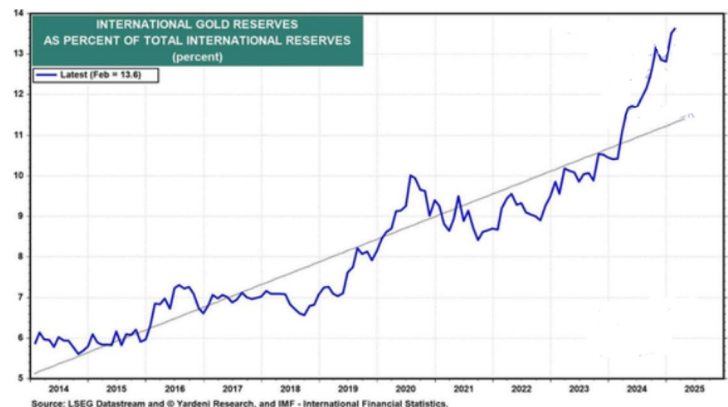
Source: Refinitiv Eikon Datastream, Deutsche Bank

### Evolución del USD y del precio del oro

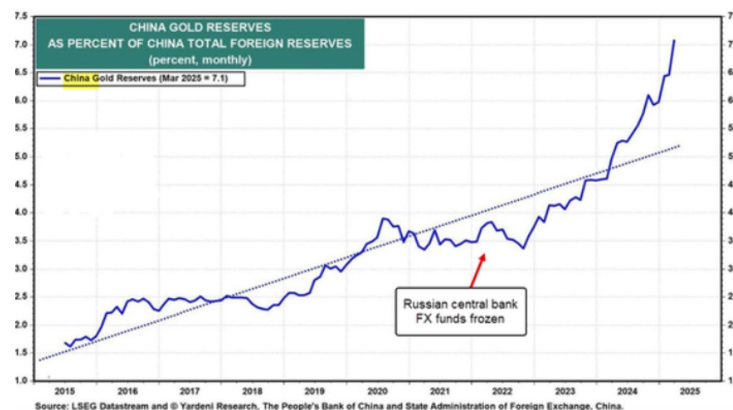


- ✓ La caída del USD ha venido acompañada de la revalorización del oro de un 25% en el año (gráfico superior izquierdo)
- ✓ Los bancos centrales han incrementado sustancialmente sus posiciones en oro hasta representar un 13,6% de las reservas internacionales, muy por encima de su tendencia de medio plazo. Este aumento puede justificarse por factores como la inestabilidad económica, preocupación sobre la inflación y tensiones geopolíticas (graf sup der)
- ✓ La acumulación de oro por parte de China ha sido particularmente agresiva, alcanzando el 7.1% de sus reservas totales, más del doble desde 2022. Este es un cambio estratégico alejándose de los activos en dólares, probablemente influenciado por el riesgo de sanciones y las tensiones geopolíticas (graf inf der)

### Reservas globales de oro (en % sobre el total de reservas internacionales)



### Reservas de oro de China (en % sobre el total de reservas)



Yield del bono americano a 30 años



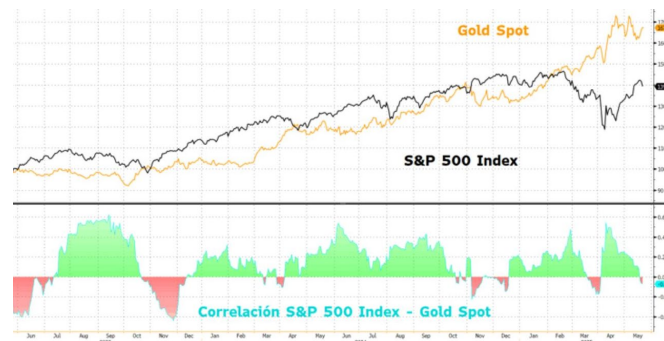
Fuente: Bloomberg, Consilio

- ✓ Con **\$36Tr. de deuda**, a un **coste medio del 3,6%**, EE.UU. ha de hacer frente a **pagos de intereses anuales de \$1,3Tr**, un **18% del gasto anual del gobierno**. Esta situación ha provocado que la **yield del bono americano a 30 años** se haya situado por encima del **5%** tras la **rebaaja de rating por parte de Moody's** en una clara señal del mercado de preocupación por los activos denominados en USD (gráf sup izq)
- ✓ Esta **presión vendedora sobre los activos americanos** se ha reflejado también en la **caída del USD** que puede estar debiéndose al **“rebalanceo” de los flujos de capital** y de las **reservas de los bancos centrales** (gráf inf izq)
- ✓ La **correlación positiva entre oro y bolsa** indica que **el oro no está jugando su tradicional papel de activo refugio** sino que habla más de **desdolarización**. En los pocos momentos de correlación negativa, es el oro el que sigue subiendo a pesar de la caída de la bolsa

Bloomberg Dollar Index



Evolución del precio del oro y del S&P 500 y correlación entre ambos



Fuente: Bloomberg, Consilio



Juan Jesús Gómez Cubillo  
[juanjesus.gomez@consilio.es](mailto:juanjesus.gomez@consilio.es)

Santiago Mingo Martínez  
[santiago.mingo@consilio.es](mailto:santiago.mingo@consilio.es)

AVISO LEGAL: El presente informe no constituye una oferta de compra ni supone una promesa o garantía de rentabilidad y bajo ningún concepto puede ser considerado como una recomendación personalizada de inversión. Las opiniones vertidas en el mismo son fruto del análisis realizado por CONSILO basado en fuentes internas y externas pero es aconsejable que el inversor valore con su asesor financiero la conveniencia e idoneidad para su cartera de inversiones de implementar estas opiniones. CONSILO no se hace responsable de las decisiones tomadas por el inversor fundamentadas en el presente informe y sólo será responsable de las recomendaciones de inversión personalizadas que formule explícitamente a sus clientes en el marco de la actividad de asesoramiento financiero. Queda prohibida su divulgación, copia y/o distribución a terceros sin la previa autorización escrita de CONSILO ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES EAF



MEJOR EAF DEL AÑO  
**Consilio EAF**



Entidad Registrada



Auditor:



Entidad adherida



CONSILO ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES, EAF  
C/ Zurbano 29, bajo dcha. 28005 Madrid / Tlf. +34 91 781 95 93  
Entidad registrada con el número 113 en la CNMV

[www.consilio.es](http://www.consilio.es)