

CONSILIO



MEJOR EAF DEL AÑO
Consilio EAF

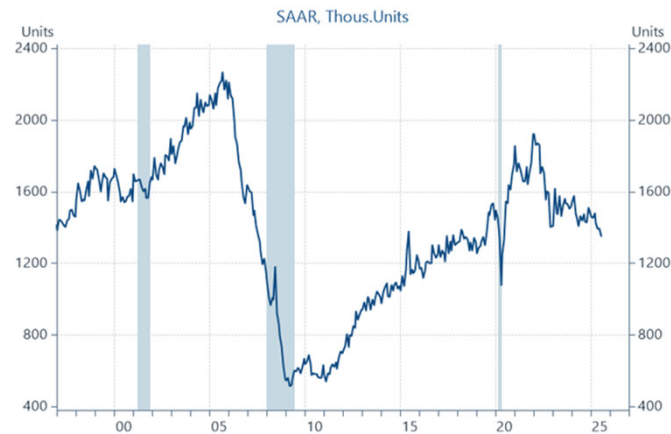


ESTRATEGIA SEPTIEMBRE, 2025



CONSILIO
ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES **EAF**

Nuevos permisos de construcción de viviendas en EE.UU.



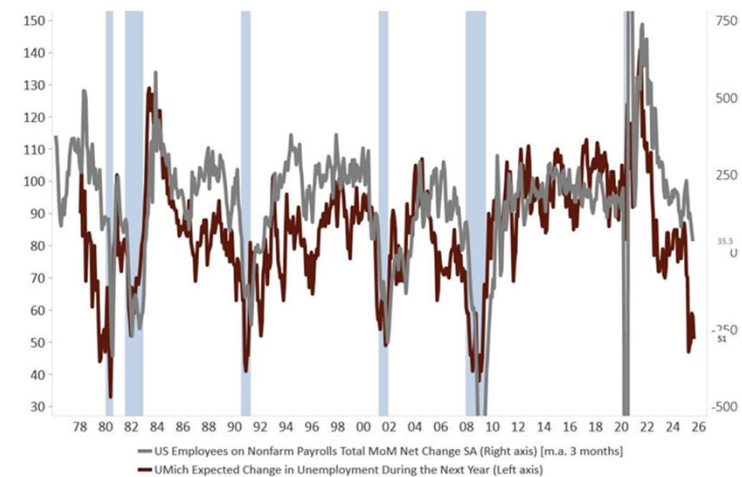
Source: Census Bureau/Haver Analytics

Subida salarial en el puesto de trabajo

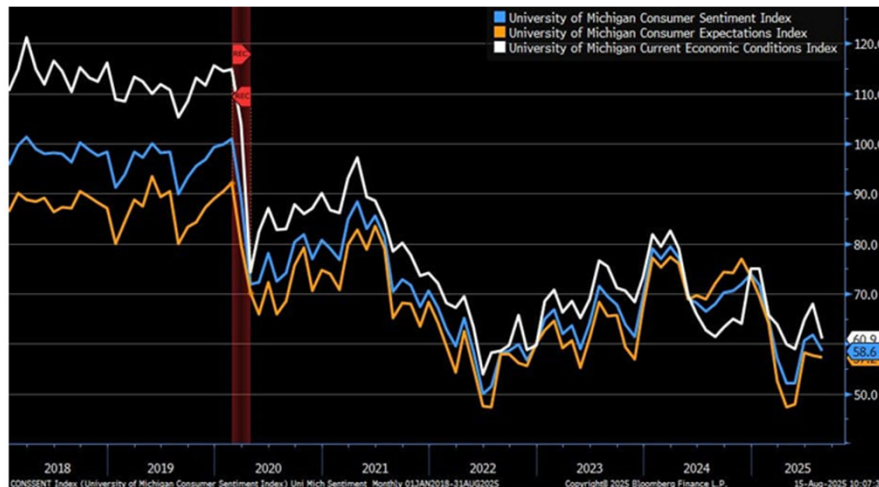


- ✓ En julio, el **total de permisos de construcción autorizados**, un indicador adelantado de la actividad en el sector de la vivienda, cayó un **-2,8 %**, descendiendo a un nuevo mínimo de 1.354 millones. Los **permisos para viviendas multifamiliares** disminuyeron **por tercera vez en cuatro meses** (gráf sup izq)
- ✓ En julio, el **Indeed Wage Growth Tracker** se desaceleró al **-2,4%**, el nivel más bajo en cinco años. El crecimiento salarial en las ofertas de empleo tiende a anticipar el crecimiento real de salarios y sueldos y este dato es un **signo de ralentización del empleo** (gráf sup der)
- ✓ Las **actitudes de los consumidores sobre el mercado laboral** no generan confianza en este momento: **el cambio esperado en el desempleo durante el próximo año** cayó a **51** en agosto, el nivel más bajo desde mayo (gráf inf der)

Variación esperada en el empleo. Universidad de Michigan

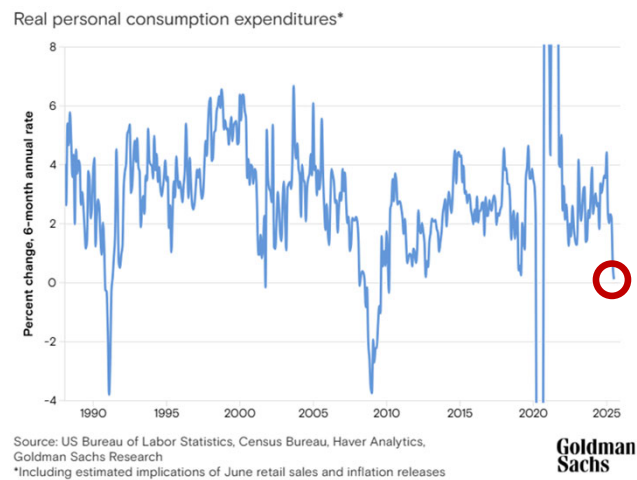


Confianza del Consumidor en EE.UU.

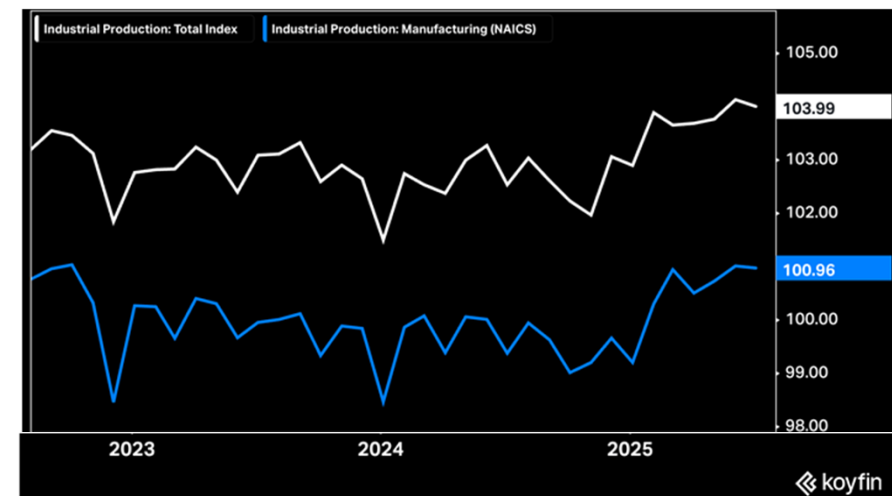


- ✓ En agosto, el Índice de Confianza del Consumidor de la Universidad de Michigan bajó a **58,6** frente a una estimación de 62 y un valor previo de 61,7; las condiciones actuales descendieron a **60,9** frente a 68 anteriormente y las expectativas bajaron a **57,2** frente a 57,7 previamente (gráf sup izq)
- ✓ También el gasto en consumo personal se desacelera en EE.UU. impactado por los aranceles (gráf inf izq). Según *Goldman Sachs* la probabilidad de una recesión en EE.UU. es ahora del **30%** frente a una media histórica del 15%
- ✓ La producción industrial bajó ligeramente un **-0,1 %** mensual en julio, mientras que la producción manufacturera se mantuvo estable (gráf inf der)

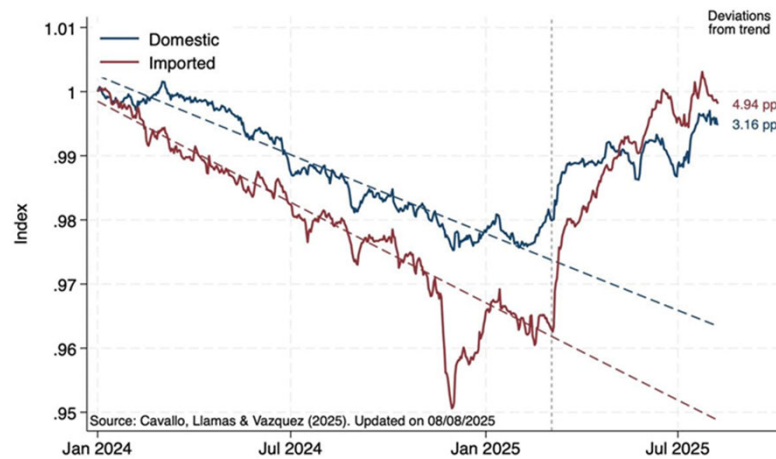
Consumo personal real



Producción Industrial y Producción Manufacturera

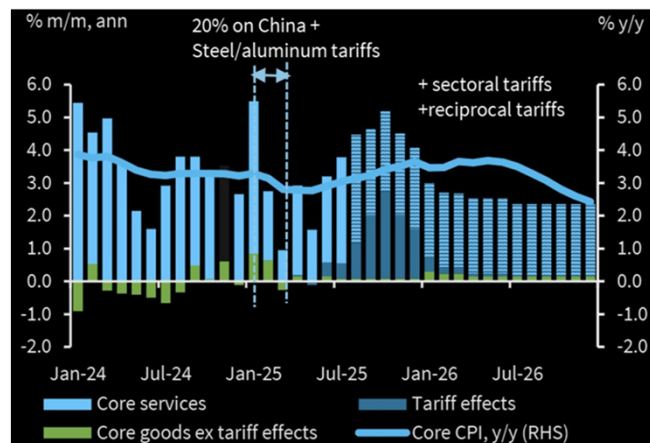


Bienes importados v. bienes domésticos



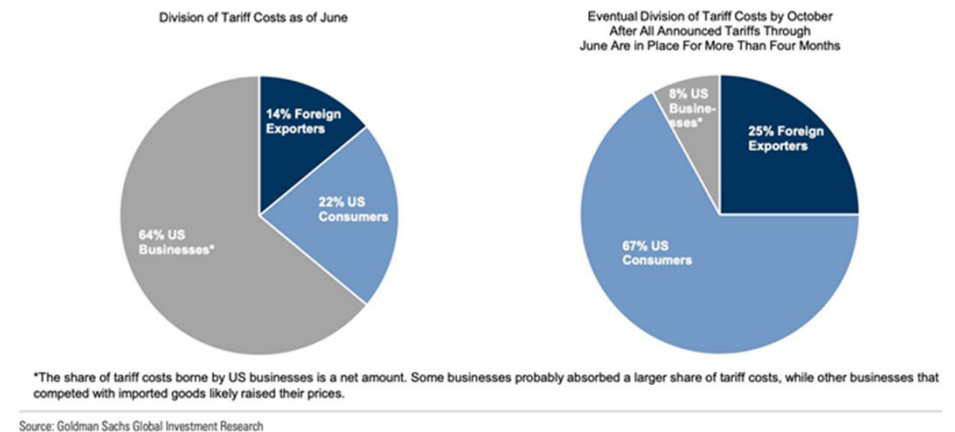
- ✓ En EE.UU., los **bienes importados** cuestan un **5% más**, y los **bienes nacionales** un **3% más** de lo que predecían las tendencias anteriores a los aranceles (gráf sup izq)
- ✓ *Barclays* advierte de que los efectos inflacionarios derivados de los aranceles podrían intensificarse en los próximos meses, afectando el índice de precios al consumidor (IPC) subyacente. Según sus analistas, aunque los datos recientes de inflación han sido moderados, los aranceles están generando presiones de costes que aún no se han reflejado, lo que podría elevar las proyecciones de inflación para finales de 2025 y 2026 (gráf inf izq)
- ✓ Según *Goldman Sachs* las empresas estadounidenses están absorbiendo actualmente la mayor parte de los costes adicionales derivados de los aranceles, que pasarán a los consumidores en los próximos meses (graf inf der)

Impacto de los aranceles sobre la inflación subyacente

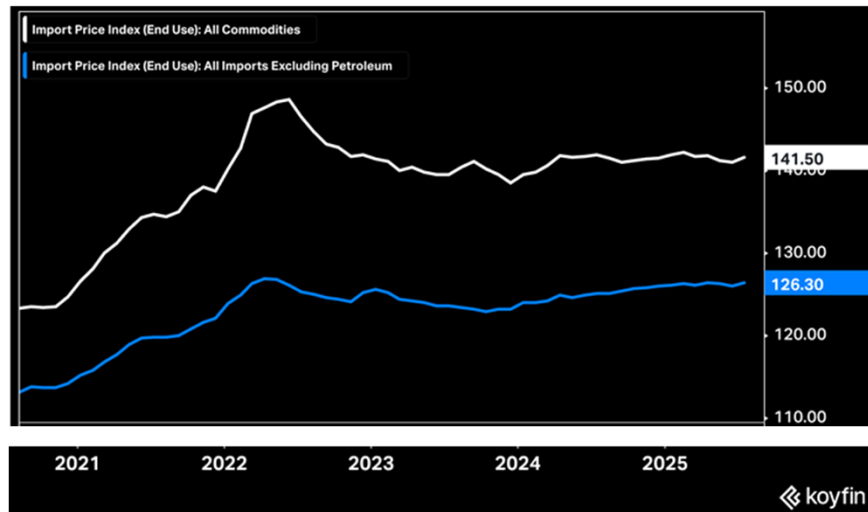


Fuente: Barclays

Asunción del coste de los aranceles ahora y en los próximos meses



Precios a la importación

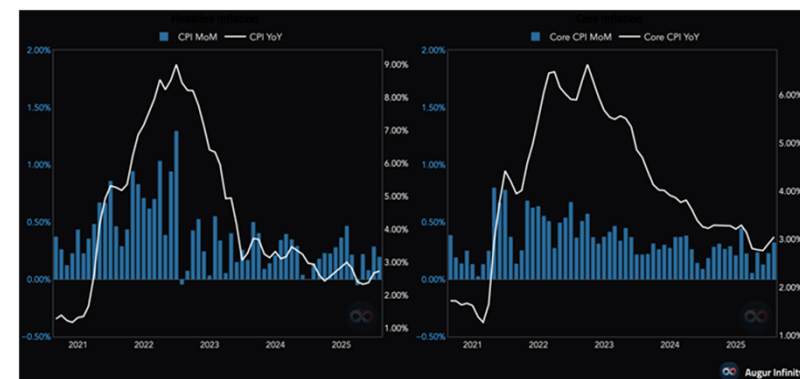


- ✓ En EE.UU., los **precios de importación de materias primas** aumentaron un **+0,4 %** mensual en julio, mientras que los **precios excluyendo el petróleo** subieron un **+0,3 %**. Ambos representan el mayor incremento mensual desde abril de 2024 (gráf sup izq)
- ✓ El **Índice de precios a la producción (IPP)** general y subyacente aumentó **+0,9%** mensual en julio, el mayor incremento desde la primera mitad de 2022, con servicios (+1,1 %), y bienes (+0,7 %) (gráf sup der)
- ✓ El **IPC de julio**, en línea con lo esperado en términos mensuales, aumentando **+0,2%** y **+0,3%** el subyacente. El índice general se mantuvo estable en términos interanuales en 2,7% (frente al 2,8% estimado), mientras que el **subyacente** fue ligeramente más alto de lo esperado, subiendo a **+3,1%** (frente al 3% estimado), su nivel más alto en 5 meses (graf inf der). El **deflactor del consumo personal**, en línea con lo esperado pero sigue elevado en +2,9% interanual

Precios a la producción



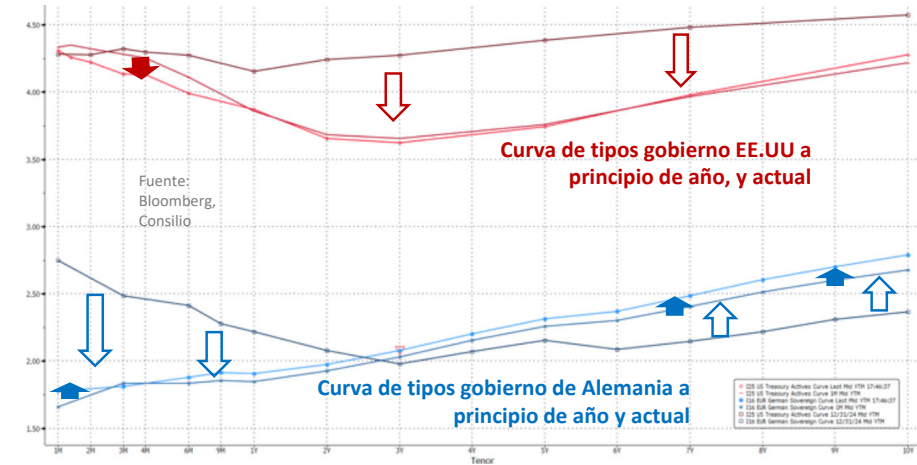
IPC e IPC subyacente



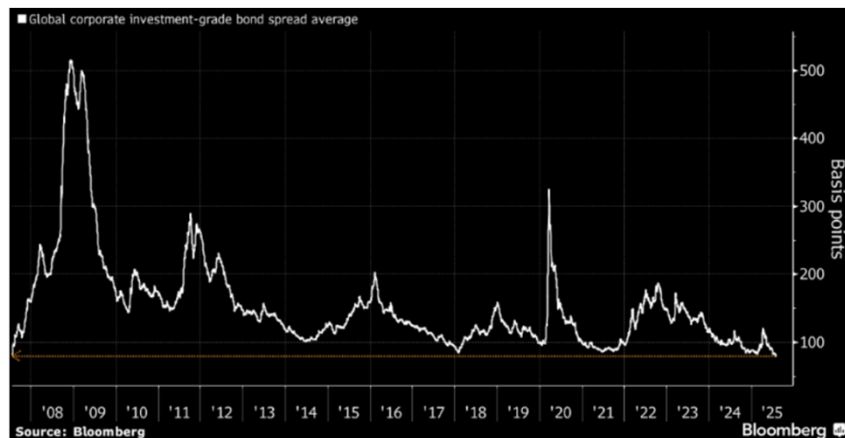
FIXED INCOME	%1M	%12M	%YTD
GLOBAL INVEST GRADE CORP BONDS	0,7%	5,8%	8,20%
GLOBAL HIGH YIELD CORP BONDS	1,5%	9,2%	8,62%
BARCLAYS WORLD GOVT INFLATION LINKED BONDS	0,6%	5,0%	5,12%
MARKIT IBOXX USD TREASURIES TOTAL RETURN	0,2%	2,2%	4,41%
US GOVT BONDS 1-3 YR	0,4%	4,4%	3,67%
US GOVT BONDS 1-10 YR	0,5%	4,2%	4,99%
US GOVT BONDS > 10 YR	-1,0%	-4,5%	2,48%
US CORPORATES TOTAL RETURN	0,3%	3,9%	5,30%
US HIGH YIELD CORPORATES	1,4%	8,3%	6,35%
EURO GOVT BONDS	-0,5%	1,1%	-0,15%
EURO GOVT BONDS 1-3 YR	0,1%	3,2%	1,78%
EURO GOVT BONDS 1-10 YR	0,0%	3,0%	1,63%
EURO GOVT BONDS > 10 YR	-1,7%	-3,8%	-4,73%
EURO INVEST GRADE CORP BONDS	0,1%	4,5%	2,36%
EURO HIGH YIELD CORP BONDS	0,3%	7,0%	4,14%
SPAIN GOVT BONDS 1-10 YR	0,0%	3,2%	1,68%
SPAIN GOVT BONDS > 10 YR	-1,2%	-0,9%	-3,03%
EMERGING MARKETS GOVT BONDS	1,1%	7,6%	7,75%

Fuente: Bloomberg, Consilio

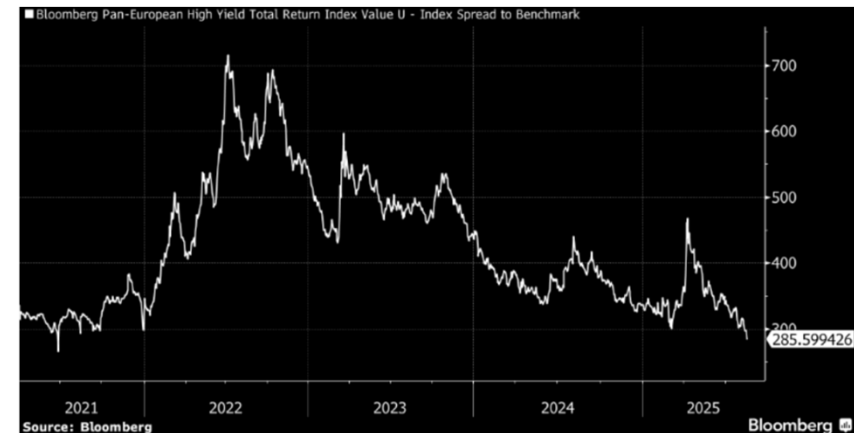
En el año, los tipos americanos se han desplazado a la baja, especialmente en los plazos largos, mientras que los europeos lo han hecho al alza en los plazos largos y a la baja en los cortos



El diferencial de crédito *investment grade* se sitúa en su nivel más bajo desde 2007



También el diferencial de crédito de *high yield*, en este caso europeo registra los menores niveles en 4 años



Diferencial de las curvas de tipos de interés a 30 y 5 años de gobiernos

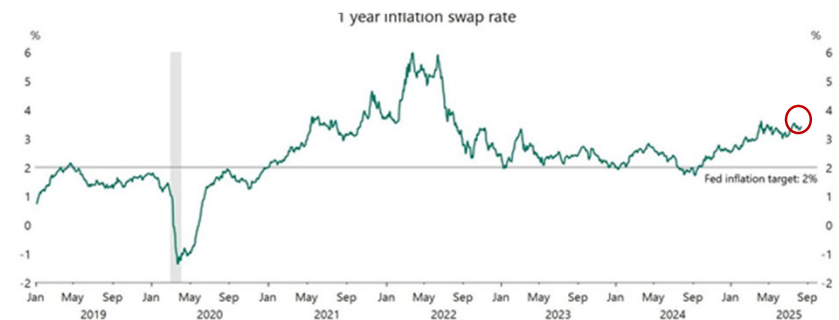


- ✓ El aumento de la pendiente de las curvas de tipos de interés de los bonos gubernamentales refleja la preocupación por los déficits en las diferentes geografías desarrolladas (gráf sup izq)
- ✓ En EE.UU. el **diferencial de yield** entre el bono a 30 años y a 10 años se amplía, probablemente también por la preocupación por la inflación ante las expectativas de recortes de tipos (gráf inf izq)
- ✓ Es posible que el mercado considere que la Fed se está precipitando en su bajada de las tasas de interés lo que estaría empujando al alza las **expectativas de inflación**, actualmente en **+3,3%** a 1 año (graf inf der)

Diferencial entre la yield del bono a 30 años y el bono a 10 años



Expectativas de inflación a 1 año en EE.UU.



Sources: Bloomberg, Macrobond, Apollo Chief Economist

Note: Ticker used USSWIT1 Currency. Sources: Bloomberg, Macrobond, Apollo Chief Economist

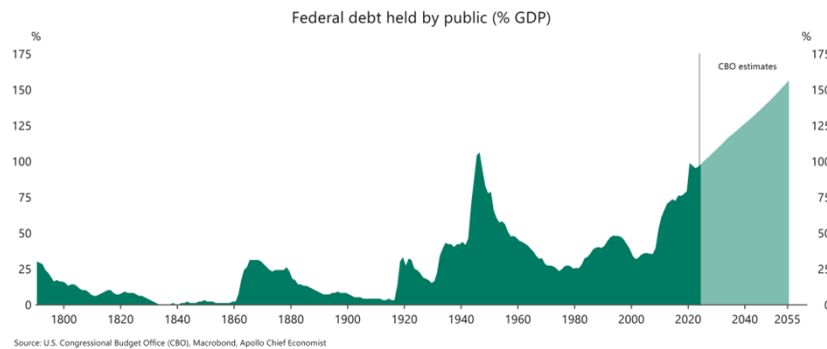
Prima de plazo del bono a 10 años americano



Note: The NY Fed measure for the term premium is based on a five-factor, no-arbitrage term structure model. Sources: Federal Reserve Bank of New York, Macrobond, Apollo Chief Economist

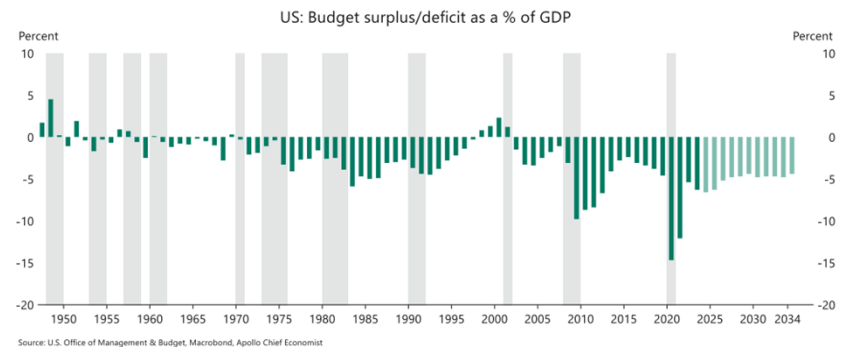
- ✓ La **prima de plazo** del bono americano a 10 años (o el interés exigido por los inversores en la deuda a más largo plazo sobre la de más corto plazo) sigue al alza, probablemente a causa de la preocupación sobre el déficit fiscal americano (gráf sup izq)
- ✓ Con las actuales políticas, la deuda sobre PIB en EE.UU. se dispararía hasta el **150%** en 2055 desde el 100% actual (gráf inf izq)
- ✓ Los intereses de la deuda suponen actualmente un **14%** del gasto total del gobierno americano y no parece que esta partida vaya a reducirse. Se espera que, durante los próximos 10 años, el **déficit público** en EE.UU. suponga un **5%** anual sobre PIB. Además, el **gasto discrecional del gobierno** ha caído al 30% desde el 70%, con las partidas de seguridad social (26%) y salud (29%) como las principales partidas no discrecionales (graf inf der)

Deuda federal en manos del público



Source: U.S. Congressional Budget Office (CBO), Macrobond, Apollo Chief Economist

Estimación de déficit presupuestario en EE.UU. Para los próximos 10 años



Source: U.S. Office of Management & Budget, Macrobond, Apollo Chief Economist

Yield de los bonos a 30 años en las diferentes geografías

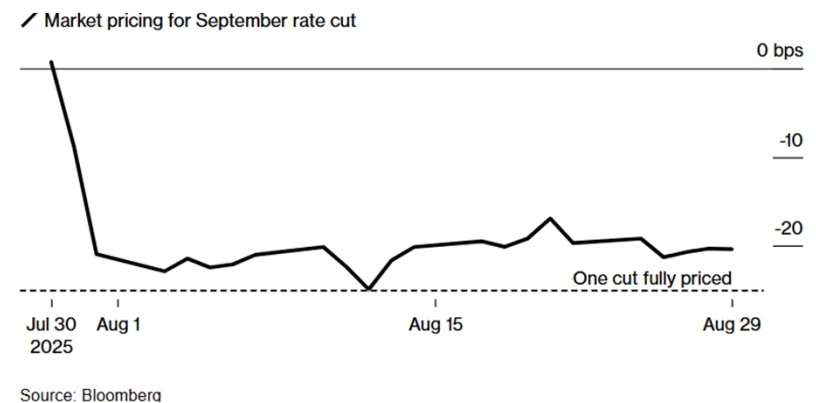


- ✓ Las *yields* de los bonos a largo plazo (30 años) han estado aumentando en las diferentes geografías ante el aumento de la **prima de plazo** impulsada por el **fuerte endeudamiento** de los gobiernos (gráf sup izq)
- ✓ A diferencia de lo que ocurrió en 2024, las *yields* no están reflejando aún las expectativas de bajadas en las tasas de interés en EE.UU., aunque se descuenta que éstas se producirán ya en septiembre. Posiblemente las expectativas de inflación a más largo plazo que están tensionando los plazos largos sean la explicación (gráf sup der)
- ✓ El mercado espera una rebaja de **25pb** en su reunión de septiembre. Sólo en caso de que el dato de empleo de agosto fuese especialmente débil se descontaría una bajada mayor (gráf inf der)

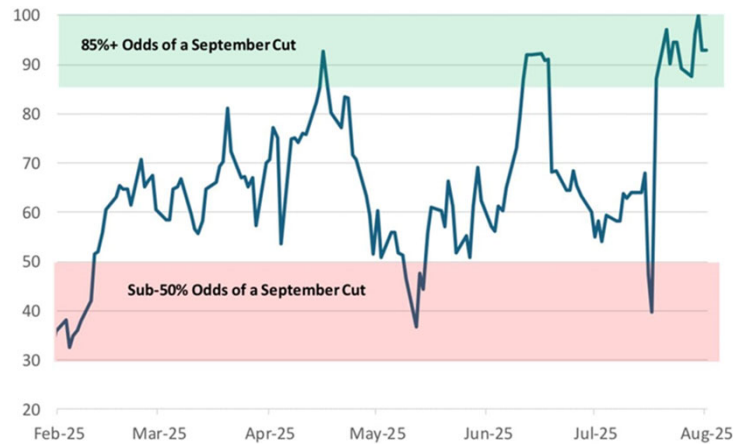
Yields de la deuda americana a 30, 10 y 2 años



Expectativas de recortes de tipos en septiembre por parte de la Fed

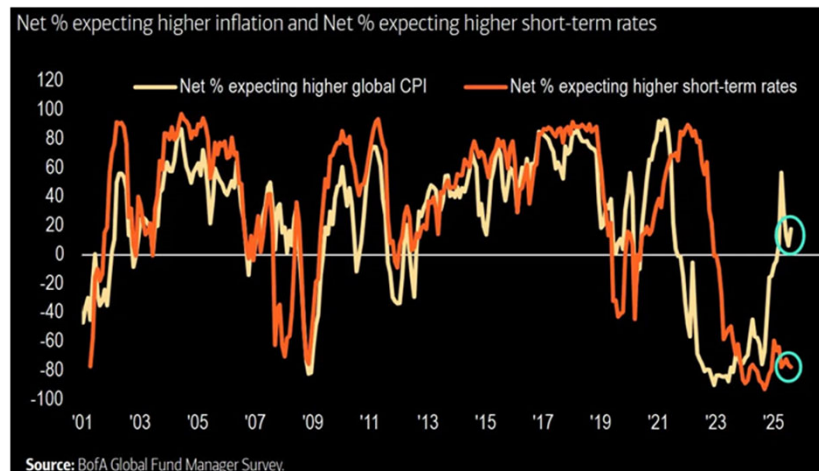


Probabilidad de un recorte de tipos en septiembre por parte de la Fed



Fuente: Bespoke

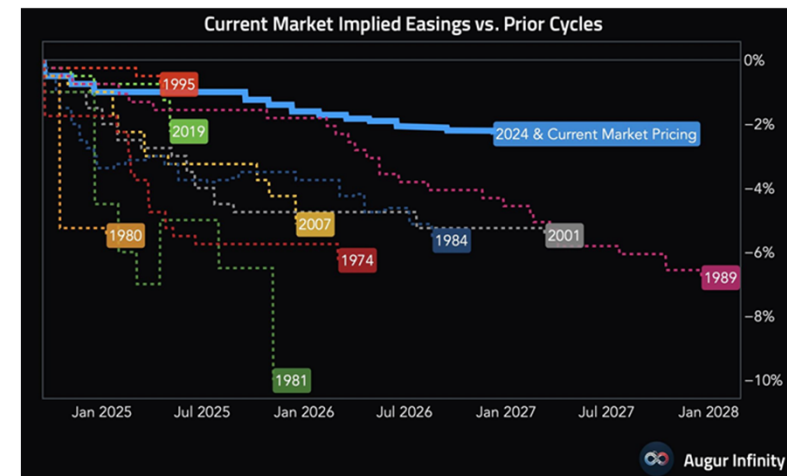
% de gestores de fondos que esperan inflación más elevada y tipos a corto plazo más altos



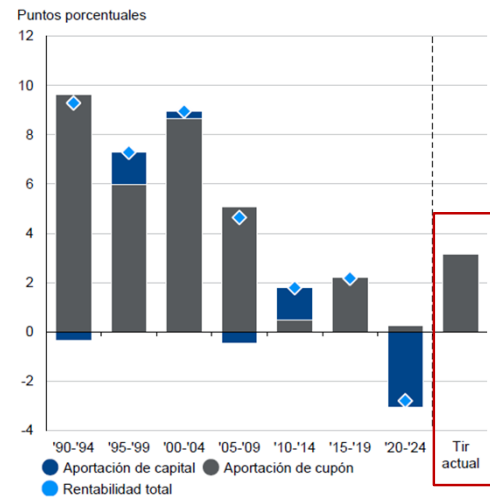
Source: BofA Global Fund Manager Survey.

- ✓ La probabilidad de un recorte de tipos por parte de la Fed se ha movido al alza y a la baja durante todo el año, aunque **ahora mismo, el mercado se decanta por bajadas**, especialmente tras el discurso de Powell en *Jackson Hole* en el que, a pesar de las tensiones inflacionistas, ha dejado la puerta abierta a bajadas de tipos en septiembre ante el deterioro del mercado laboral (gráf sup izq)
- ✓ Paradójicamente, los inversores esperan que, los tipos a corto plazo bajarán, aunque la inflación repunte (gráf inf izq)
- ✓ El mercado está descontando poco más de **100 puntos básicos (bps)** en recortes de tasas en EE. UU. durante los próximos doce meses, lo que elevaría el total de recortes desde septiembre de 2024 a ca. **200 bps**. Sería el recorte más tímido de todos los ciclos de bajadas desde 1980 si exceptuamos 1995 (graf inf der)

Expectativas sobre bajadas de tipos en el actual ciclo vs. otros ciclos de bajadas

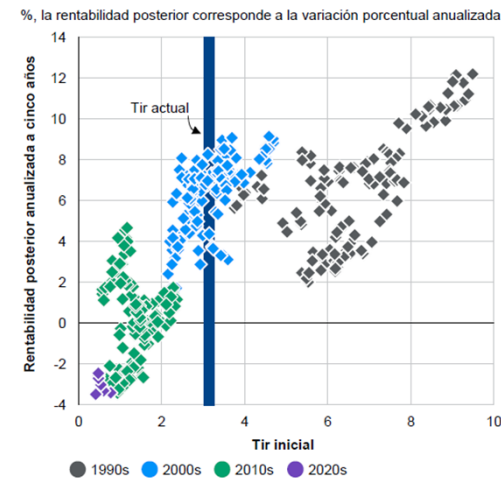


Contribución media a la rentabilidad de los bonos gubernamentales globales



Fuente: (Todos los gráficos) Bloomberg, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management.

Yield actual de los bonos gubernamentales globales y retorno anual en los siguientes 5 años



Fuente: (Todos los gráficos) Bloomberg, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management.

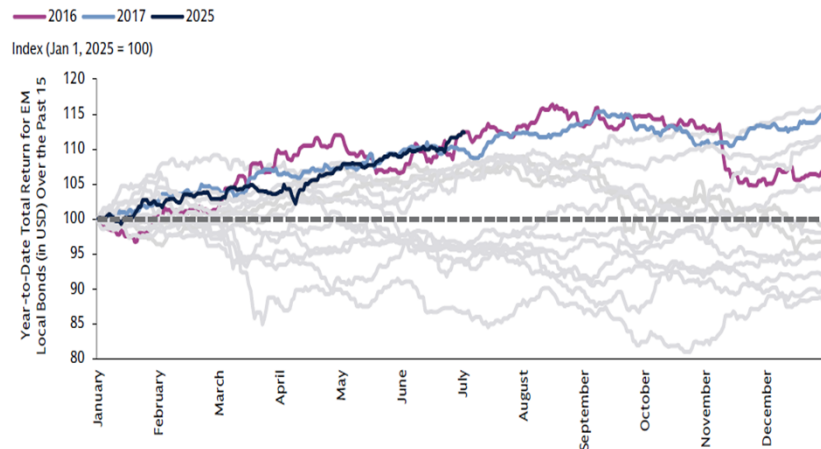
- ✓ **Dados los actuales niveles de *yield*** de los bonos gubernamentales globales, simplemente **por aportación de cupón**, la rentabilidad se situaría en el entorno del **3%**. A ello, habría que sumarle una potencial rentabilidad por aportación de capital en caso de caída de *yields* (gráf sup izq)
- ✓ **Desde los actuales niveles de *yield*** de los bonos gubernamentales globales, las rentabilidades anualizadas estimadas a 5 años deberían ser positivas si atendemos al comportamiento histórico (gráf sup der)
- ✓ **Dados los actuales niveles de *yield*** de la deuda gubernamental global, éstas habrían de aumentar ca. **50pb** en 12 meses para generar pérdidas de capital (gráf inf der)

Margen de las tirs de los bonos gubernamentales globales



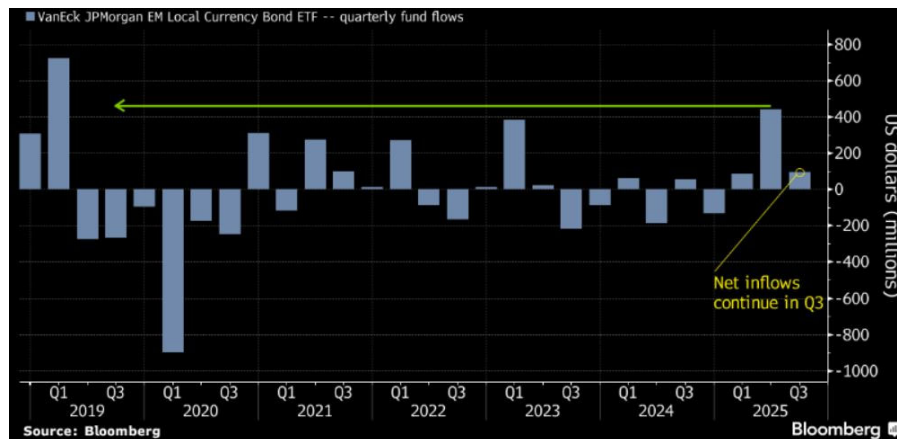
Fuente: (Izda.) Bloomberg, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management.

Bonos emergentes en moneda local en el año

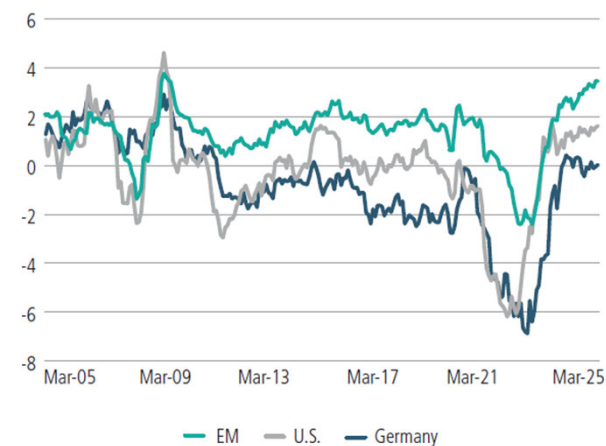


- ✓ Los **bonos emergentes en moneda local** han registrado uno de sus mejores resultados de la historia reciente durante el primer semestre del año. Normalmente, los **períodos de depreciación del USD**, son favorables para los bonos emergentes en moneda local (gráf sup izq)
- ✓ Los **bonos emergentes en moneda local** registran sus mayores entradas de flujos desde 2019 y se espera que esta tendencia continúe (gráf inf izq)
- ✓ A su carácter diversificador en renta fija, unen las favorables perspectivas de potenciales bajadas de tipos por los bancos centrales dadas las contenidas tasas de inflación así como sus actuales tipos de interés reales elevados en comparación con las geografías desarrolladas (graf inf der)

Entradas netas en ETFs de bonos emergentes en moneda local



Tipos de interés reales en mercados emergentes EE.UU. y Europa



Fuente: Neuberger Berman

ACTIVOS: RENTA VARIABLE

ASIGNACIÓN A ACCIONES EN MÁXIMOS, *RISK ON* Y *VALUE* QUE VUELVE A BATIR A *GROWTH*

EQUITIES	%1M	%12M	%YTD
MSCI WORLD	3,4%	13,4%	10,33%
MSCI WORLD VALUE	4,3%	9,5%	13,15%
MSCI WORLD GROWTH	3,5%	18,6%	12,23%
S&P500	3,7%	15,9%	10,79%
DOW JONES INDUSTRIAL	4,7%	11,4%	8,30%
NASDAQ 100	2,9%	20,5%	11,98%
RUSSELL 2000	9,4%	8,2%	7,06%
RUSSELL 1000 VALUE	4,5%	9,3%	10,01%
RUSSELL 1000 GROWTH	3,1%	21,8%	10,88%
STOXX 600	2,9%	8,3%	11,50%
EUROSTOXX 50	3,6%	10,5%	11,59%
DAX 30	2,0%	26,4%	20,06%
IBEX 35	5,8%	36,7%	32,79%
MSCI EUROPE VALUE	3,7%	13,5%	15,07%
MSCI EUROPE GROWTH	2,1%	-4,1%	1,55%
TOPIX	4,3%	13,4%	10,42%
SHANGAI SHENZEN CSI 300	10,9%	35,4%	14,28%
MSCI EMERGING MARKETS	2,7%	16,8%	19,02%
MSCI ASIA ex JAPAN	2,7%	19,0%	18,72%
MSCI LATAM	8,6%	13,1%	34,29%
MSCI FRONTIER MARKETS	6,3%	35,4%	36,19%

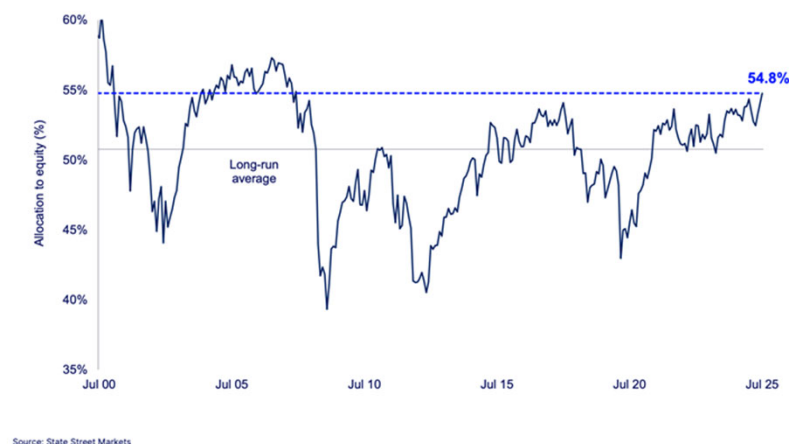
Fuente: Bloomberg, Consilio

El Índice VIX que mide la volatilidad de la bolsa se sitúa cerca de mínimos anuales. No obstante los futuros sobre VIX se mantuvieron en niveles elevados, lo que representa una cierta prima de riesgo



Source: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

La asignación a acciones por parte de los inversores institucionales se sitúa en máximos desde noviembre de 2007



Source: State Street Markets

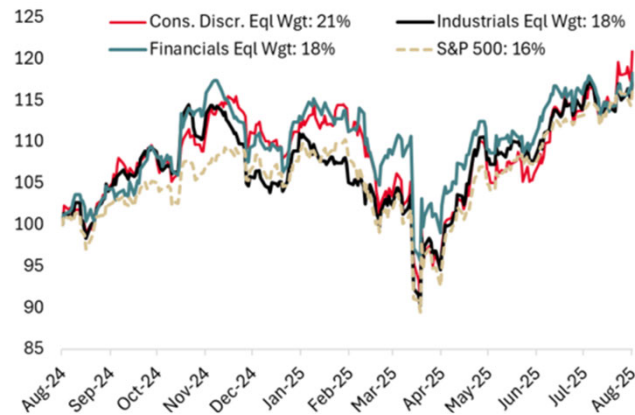
El buen comportamiento de las acciones cíclicas respecto a las defensivas es fiel reflejo del sentimiento positivo del mercado respecto al **crecimiento económico**. Ello ha favorecido el buen comportamiento de *value* vs. *growth* en agosto



Source: Bloomberg
Data is normalized with factor 100 as of January 1, 1999.

Bloomberg Opinion

Sectores cíclicos que han batido al S&P 500 Index



Fuente: SocGen

Evolución de la bolsa americana vs. resto de las bolsas mundiales en el año



Source: Bloomberg Data is normalized with percentage appreciation as of December 31, 2024.

- ✓ En particular, los sectores cíclicos que han destacado por sus subidas han sido **industriales, financieras y consumo discrecional** que han batido al S&P 500 en los últimos 12 meses (gráf sup izq)
- ✓ Los mercados bursátiles internacionales están en camino de superar al **índice S&P 500** este año, algo que no ocurría desde 2022 (gráf superior derecho)
- ✓ Los gestores de fondos están sobreponderados en **mercados emergentes (EM), Eurozona y bancos**; mientras que están infraponderados en **dólar estadounidense (USD), consumo discrecional y acciones de EE. UU.** (gráf inf der)

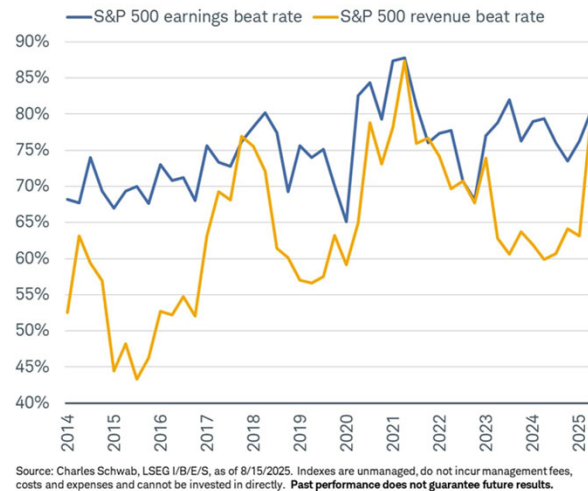
Posicionamiento de los gestores en agosto 2025



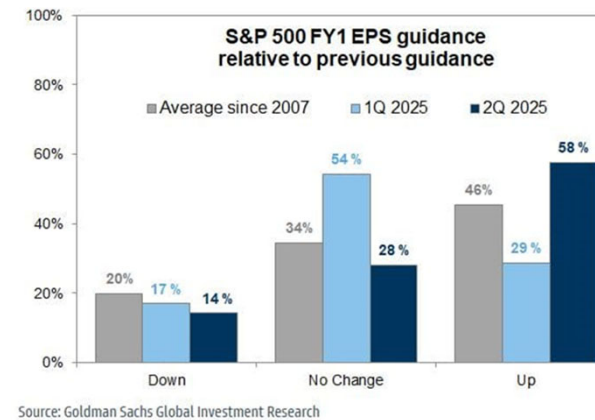
Source: BofA Global Fund Manager Survey.

BofA GLOBAL RESEARCH

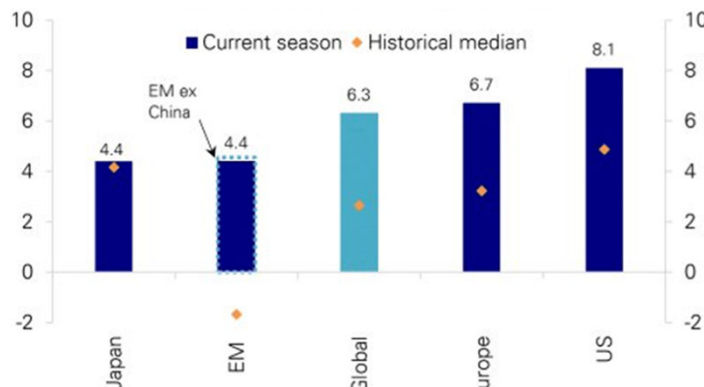
Resultados vs expectativas



Expectativas anunciadas por las empresas para todo el ejercicio frente a las expectativas declaradas en el 1T



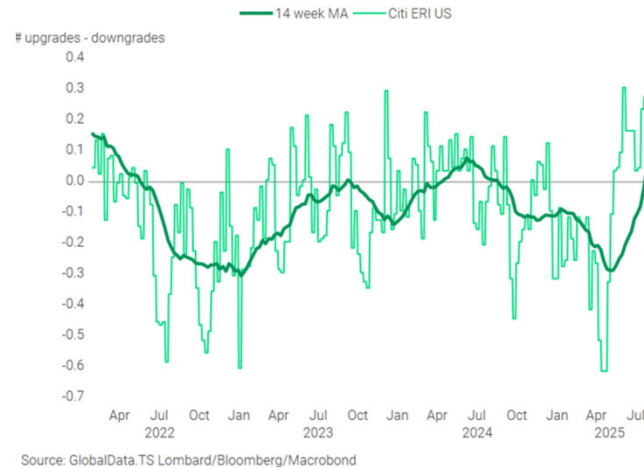
Resultados vs expectativas a nivel global



Fuente: Deutsche Bank

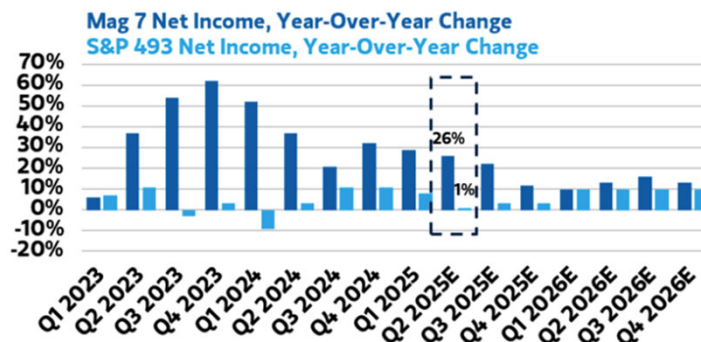
- ✓ En el **2T**, el **81%** de las empresas del S&P 500 superaron las estimaciones de ganancias por acción (EPS). Este porcentaje está por encima del promedio de 5 años (78%) y del promedio de 10 años (75%). También el **81%** de las empresas superaron las expectativas de ingresos lo que representa el mejor trimestre desde el 2T de 2021 (graf sup izq)
- ✓ Además, el **58%** de las empresas elevaron su previsión para todo el año 2025, el doble del porcentaje que lo hizo en el 1T (gráfico superior derecho)
- ✓ No fue solo Estados Unidos el que tuvo una tasa de superación de ganancias inusualmente alta en el segundo trimestre, sino también Europa y los mercados emergentes excluyendo China, siendo estos últimos los que registraron la mayor tasa en tres años. Japón fue la excepción, aunque aún tuvo un desempeño en línea con el promedio desde 2006 (gráf inf izq)

US Citi Revision Ratio

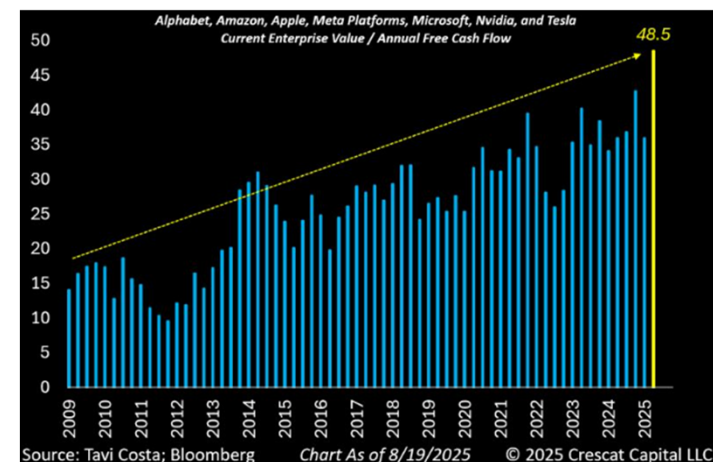


- ✓ Las fuertes mejoras en los ratios de **revisión de ganancias por acción (EPS) en EE. UU.** han apoyado el reciente repunte del mercado de acciones, pero dicho ratio se encuentra ahora en un **punto máximo del ciclo**. Esto significa que podríamos estar cerca de un “máximo en el impulso de revisiones”, en un contexto de débil dinamismo macroeconómico en EE. UU. (gráf sup izq)
- ✓ En la **bolsa americana**, al margen de las 7 Magníficas que registran crecimiento de beneficios interanual superior al 25%, el resto de acciones muestran un crecimiento prácticamente plano (gráfico superior derecho)
- ✓ Como contrapartida, las **7 Magníficas nunca habían estado tan caras en relación con su cash-flow** (gráf inf izq)

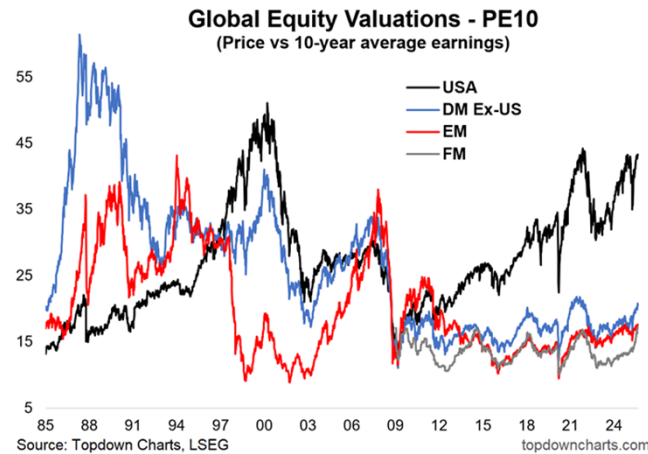
Crecimiento de beneficio de las 7 magníficas y las 493 restantes acciones



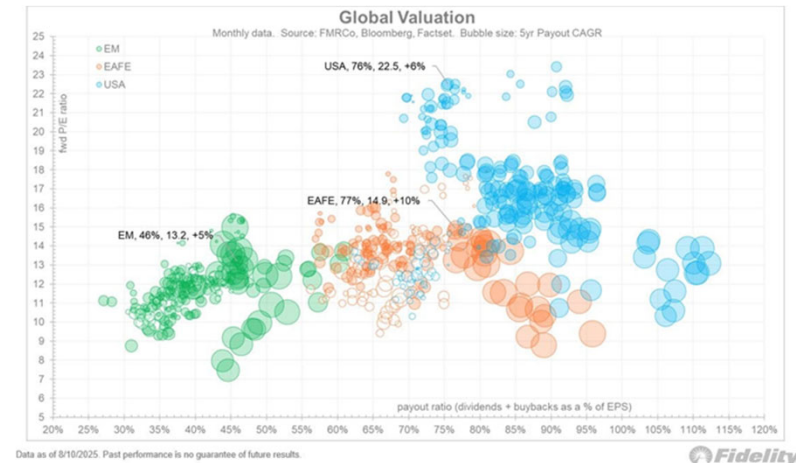
Valoración media de las 7 Magníficas vs. cash flow (Enterprise Value/cash flow)



PER histórico de la bolsa americana

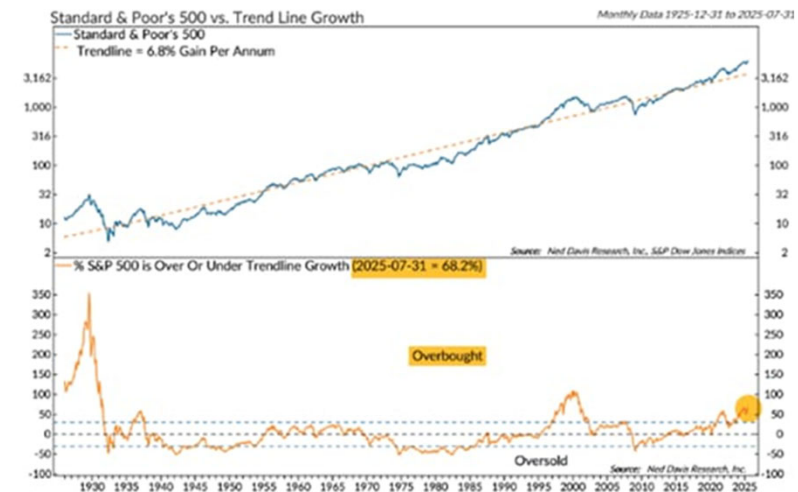


MSCI USA, MSCI EAFE, MSCI Emerging Markets



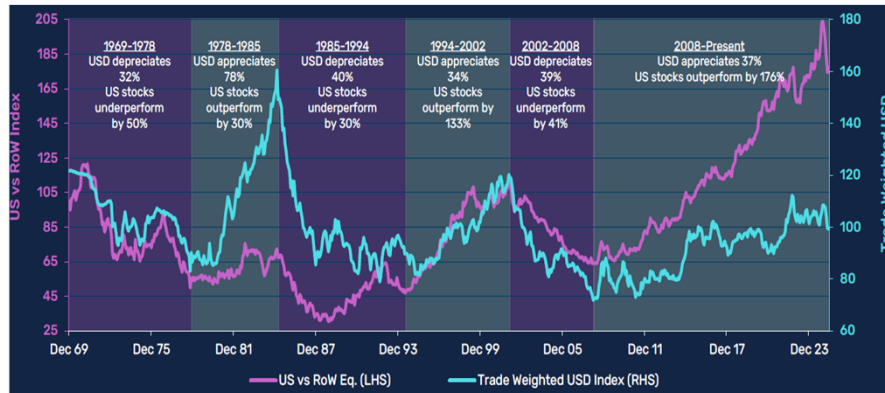
- ✓ En términos de **PER histórico** (considerando los beneficios de los 10 últimos años) la divergencia de valoración entre la bolsa americana y las bolsas de mercados desarrollados no americanos (que cotizan en niveles cercanos a los mercados emergentes) representa un argumento de infraponderación de la bolsa americana (gráf sup izq)
- ✓ Se llega a la misma conclusión con el **PER estimado a 12 meses**: el índice MSCI USA cotiza con un PER fwd de **22.5x**, ha registrado un crecimiento compuesto anual (CAGR) de dividendos+buybacks del **6%** en los últimos 5 años, con un pay out del **76%**. El índice MSCI EAFE tiene un pay out del **77%**, un CAGR de dividendos+buybacks del **10%** y cotiza con un múltiplo de **14.5x** (gráf sup der)
- ✓ El **gráfico del índice S&P 500 real** muestra un retorno muy por encima de su tendencia histórica de crecimiento del 6.8% anual desde 1925, alcanzando niveles de sobrecompra no vistos desde el año 2000 (gráf inf der)

S&P 500 vs. tendencia histórica



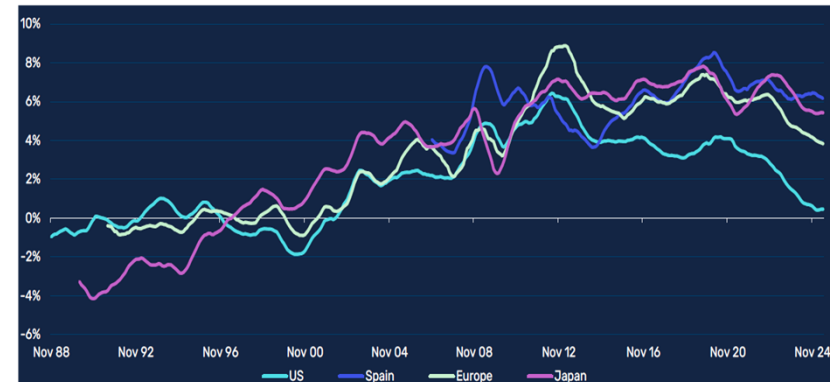
Fuente: Ned Davis Research

Evolución de las acciones americanas respecto a las del resto de mundo vs evolución del USD



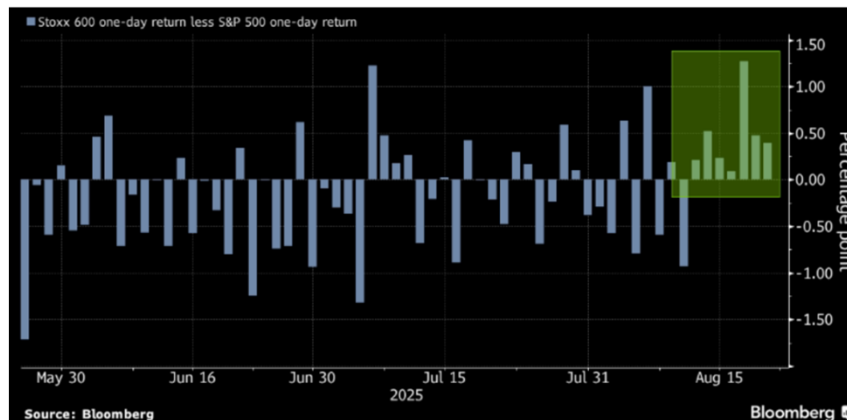
Fuente: MAN

Prima de riesgo de las acciones en diferentes geografías



Fuente: MAN

Evolución de las acciones europeas frente a las americanas durante la corrección en agosto



Source: Bloomberg

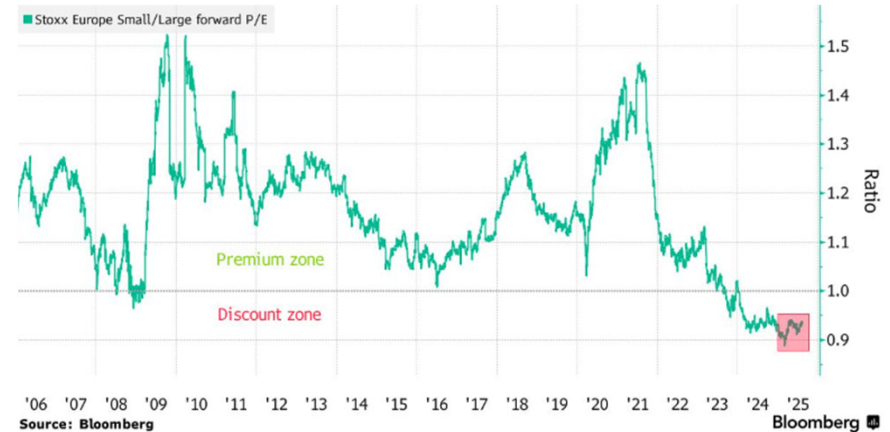
Bloomberg

- ✓ Los **periodos de apreciación del USD** suelen coincidir con mejor comportamiento de las acciones americanas, mientras que **en los momentos de depreciación del USD** como es el actual entorno, ocurre lo contrario (graf sup izq)
- ✓ La **prima de riesgo de las acciones americanas** se sitúa en los niveles de la burbuja .com, mientras que el resto de primas de riesgo están en niveles mucho más razonables (gráfico superior der).
- ✓ Las **acciones europeas** se han comportado mejor que las americanas en las correcciones sufridas por estas últimas durante el mes de agosto (gráf inf izq)

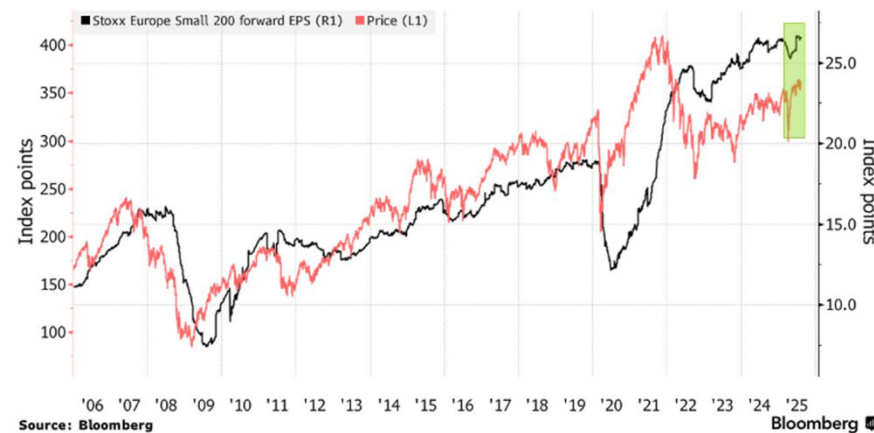
Stoxx Europe Small 200 Index vs. Stoxx Europe Large 200 Index y Euro spot



Valoración relativa en términos de PER de las pequeñas compañías europeas vs grandes



Evolución del Stoxx Europe Small 200 y de sus estimaciones de Beneficio por Acción

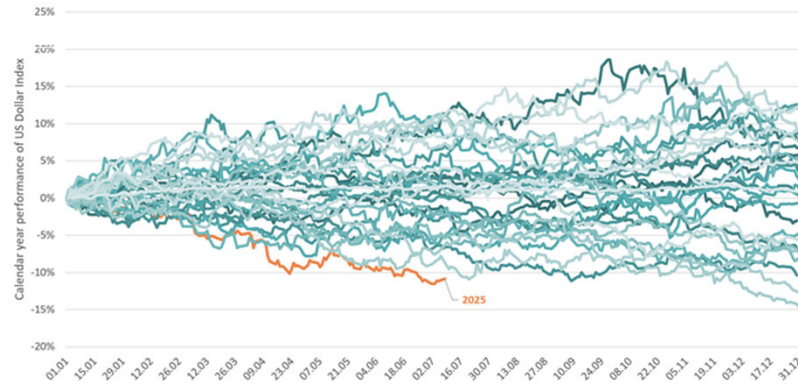


- ✓ La **fortaleza del euro** suele ser favorable en términos relativos a las pequeñas compañías europeas frente a las grandes. La actual apreciación del euro debería seguir favoreciendo la evolución de este tipo de compañías (graf sup izq)
- ✓ El actual **descuento de las pequeñas compañías europeas** frente a las de mayor tamaño debería permitir un mejor comportamiento relativo de las pequeñas compañías. Este descuento es hoy superior al registrado durante la Crisis Financiera Global (CFG) (gráfico superior der)
- ✓ La evolución favorable de las pequeñas compañías europeas se ha quedado retrasada respecto de las **previsiones de beneficio por acción** para estas acciones (gráf inf izq)

WORLD EQUITY RATIOS																				
31-ago-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	4.178	191,6	194,6	215,8	238,9	1,6%	10,9%	10,7%	1,5%	0,7%	59	21,8x	20,0x	19,4x	17,5x	1,7%	14,1%	19%	15%
S&P500	SPX Index	6.460	261,8	268,5	300,5	334,0	2,6%	11,9%	11,2%	0,5%	-0,9%	58	24,7x	22,3x	21,5x	19,3x	1,3%	10,8%	19%	19%
DOW JONES	INDU Index	45.545	1932,7	2026,0	2264,6	2548,7	4,8%	11,8%	12,5%	0,0%	-3,4%	63	23,6x	20,8x	20,1x	17,9x	1,6%	8,3%	15%	17%
NASDAQ100	NDX Index	23.415	707,1	804,1	904,4	1043,5	13,7%	12,5%	15,4%	2,9%	2,1%	52	33,1x	26,9x	25,9x	22,4x	0,7%	12,0%	25%	24%
RUSSELL2000	RTY Index	2.366	71,8	79,6	110,3	138,7	10,9%	38,5%	25,8%	-2,6%	-7,5%	64	32,9x	23,7x	21,5x	17,1x	2,6%	6,7%	11%	24%
STOXX600	SXXP Index	550	35,6	35,4	39,3	43,0	-0,6%	11,2%	9,4%	-0,1%	-6,9%	47	15,5x	14,5x	14,0x	12,8x	3,3%	11,6%	14%	14%
EUROSTOXX50	SX5E Index	5.352	336,7	335,7	366,1	405,3	-0,3%	9,0%	10,7%	0,1%	-6,0%	46	15,9x	15,0x	14,6x	13,2x	3,1%	12,3%	20%	17%
IBEX35	IBEX Index	14.936	1198,0	1145,9	1185,9	1287,6	-4,4%	3,5%	8,6%	1,1%	4,5%	53	12,5x	12,7x	12,6x	11,6x	4,1%	32,8%	29%	17%
FTSE100	UKX Index	9.187	665,4	661,9	721,2	789,4	-0,5%	9,0%	9,5%	-0,5%	-6,0%	54	13,8x	13,1x	12,7x	11,6x	3,4%	15,6%	13%	12%
DAX100	DAX Index	23.902	1372,2	1406,7	1612,4	1810,1	2,5%	14,6%	12,3%	-0,5%	-5,7%	43	17,4x	15,5x	14,8x	13,2x	2,6%	20,1%	24%	18%
TOPIX	TPX Index	3.075	176,9	183,1	201,9	217,9	3,5%	10,2%	7,9%	4,1%	-1,5%	60	17,4x	15,7x	15,2x	14,1x	2,5%	12,0%	20%	21%
EMERGING MARKETS	MXEF Index	1.258	86,2	87,8	100,2	112,3	1,9%	14,1%	12,1%	-1,0%	-1,8%	50	14,6x	13,1x	12,6x	11,2x	2,7%	19,6%	12%	16%
ASIA PACIFIC ex Japan	MXAPJ Index	663	41,0	41,4	46,8	52,3	0,9%	12,9%	11,9%	-1,2%	-2,1%	52	16,2x	14,7x	14,2x	12,7x	2,5%	18,9%	13%	17%
BRASIL	IBOV Index	141.422	15752,2	15514,3	17283,8	19851,8	-1,5%	11,4%	14,9%	-1,5%	-10,4%	67	9,0x	8,5x	8,2x	7,1x	6,2%	17,6%	9%	16%
CHINA	SHCOMP Index	3.858	212,8	257,6	287,3	na	21,1%	11,5%	na	-0,2%	-4,8%	72	18,1x	13,9x	13,4x	na	2,7%	17,6%	10%	20%
INDIA	SENSEX Index	79.810	3589,8	3598,8	4142,3	4732,1	0,3%	15,1%	14,2%	0,5%	-4,7%	38	22,2x	20,2x	19,3x	16,9x	1,6%	3,3%	12%	13%
FRONTIER MARKETS	MXFM Index	705	64,1	73,5	83,6	89,8	14,8%	13,8%	7,4%	-0,7%	8,6%	83	11,0x	8,8x	8,4x	7,8x	4,7%	36,7%	15%	9%
EU Banks	SX7P Index	298	31,8	31,0	32,7	34,9	-2,7%	5,7%	6,8%	0,8%	3,7%	47	9,4x	9,3x	9,1x	8,5x	5,1%	46,9%	43%	23%
EU Energy	SXEP Index	380	32,2	32,2	34,0	37,1	0,0%	5,7%	9,1%	0,6%	-14,4%	58	11,8x	11,4x	11,2x	10,2x	4,8%	17,9%	10%	20%
EU Utilities	SX6P Index	432	31,9	32,5	34,1	36,5	1,7%	5,1%	7,2%	0,2%	1,1%	37	13,5x	12,9x	12,7x	11,8x	4,8%	18,1%	12%	16%
EU Telecoms	SXKP Index	258	14,4	15,2	17,6	19,3	5,0%	16,2%	9,3%	0,7%	-9,4%	54	17,9x	15,3x	14,6x	13,4x	4,2%	16,2%	11%	15%
EU Health	SXDP Index	1.048	65,9	66,3	71,6	77,8	0,6%	8,1%	8,7%	-0,9%	-5,4%	57	15,9x	15,0x	14,6x	13,5x	2,6%	-1,6%	5%	18%
EU Tech	SX8P Index	787	29,3	28,6	33,0	38,3	-2,2%	15,3%	16,0%	0,3%	-14,0%	38	26,9x	24,9x	23,8x	20,6x	1,2%	-2,0%	14%	24%
EU Industrials	SXNP Index	1.026	43,1	43,8	49,7	56,2	1,5%	13,5%	13,1%	0,2%	-6,5%	48	23,8x	21,5x	20,7x	18,3x	2,0%	18,9%	23%	20%
EU Construction	SXOP Index	798	50,3	45,7	50,8	55,5	-9,2%	11,1%	9,2%	-0,4%	-4,4%	40	15,9x	16,3x	15,7x	14,4x	2,8%	17,2%	21%	19%
EU Consumer Staples	SX3P Index	629	36,7	36,0	39,2	42,4	-1,7%	8,6%	8,3%	-0,9%	-6,4%	52	17,2x	16,5x	16,1x	14,8x	3,3%	1,9%	-4%	14%
US Banks	IXM Index	665	36,0	36,6	39,9	43,1	1,7%	8,9%	8,1%	0,2%	0,8%	64	18,4x	17,1x	16,7x	15,4x	1,6%	12,5%	20%	20%
US Energy	IXE Index	944	56,0	55,1	63,6	73,0	-1,6%	15,3%	14,8%	2,0%	-15,1%	68	16,9x	15,5x	14,9x	12,9x	3,4%	7,2%	9%	25%
US Utilities	S5UTIL Index	426	21,7	22,2	24,7	27,0	2,3%	11,1%	9,4%	0,0%	-0,6%	43	19,6x	17,9x	17,3x	15,8x	2,9%	13,0%	7%	17%
US Telecoms	S5TELS Index	400	18,5	18,8	20,0	22,2	1,6%	6,3%	11,0%	0,9%	7,4%	63	21,6x	20,4x	20,0x	18,0x	0,8%	17,9%	30%	23%
US Health	IXV Index	1.386	78,3	78,4	84,9	93,7	0,0%	8,3%	10,4%	0,3%	-4,8%	58	17,7x	16,8x	16,3x	14,8x	1,9%	0,8%	4%	17%
US Tech	IXT Index	2.641	78,1	87,6	102,7	116,5	12,1%	17,3%	13,4%	0,7%	1,5%	51	33,8x	27,0x	25,7x	22,7x	0,7%	13,3%	26%	28%
US Industrials	S5INDU INDEX	1.284	47,2	48,0	55,3	61,9	1,7%	15,3%	12,0%	0,2%	-3,4%	52	27,2x	24,3x	23,2x	20,7x	1,4%	16,1%	20%	19%
US Homebuilders	S5HOME INDEX	3.074	258,2	207,9	213,4	235,6	-19,5%	2,7%	10,4%	0,0%	-15,3%	64	11,9x	14,5x	14,4x	13,0x	1,0%	14,2%	33%	33%
US Consumer Staples	S5CONS INDEX	887	39,4	39,2	41,8	44,9	-0,4%	6,5%	7,5%	-0,8%	-2,1%	45	22,5x	21,7x	21,2x	19,7x	2,6%	5,5%	8%	14%

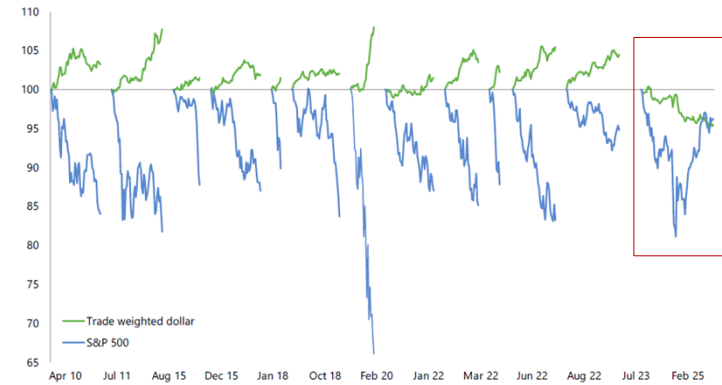
Fuente:
Bloomberg,
Consilio

El **USD** registra su peor semestre en 30 años



Past performance is not a reliable indicator of future performance. Source: Bloomberg, as of 08.07.2025.

El **USD** ha subido en todas las correcciones del S&P 500 de como mínimo un 10% desde al menos 2010. No ha sido así, sin embargo, este año tras el Liberation Day. Este movimiento podría ser interpretado como síntoma de **des-dolarización**

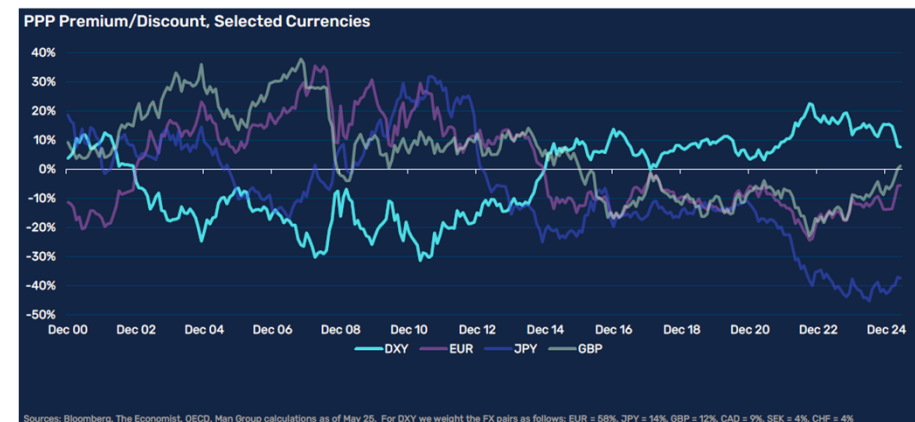


Fuente: Ruffer, CLS, Bloomberg

CURRENCIES & COMMODITIES	%1M	%12M	%YTD
USD/EUR	-1,2%	-5,2%	-11,44%
CNY/USD	-0,6%	0,5%	-2,31%
USD/JPY	1,0%	-1,4%	7,02%
EUR/JPY	-0,2%	-6,5%	-5,22%
DOLLAR INDEX SPOT	-1,1%	-3,5%	-9,88%
GLOBAL COMMODITIES	2,2%	7,0%	4,08%
CRUDE OIL	-6,9%	-15,6%	-9,59%
NATURAL GAS	-7,7%	-7,4%	-17,19%
GOLD INDEX	3,8%	36,5%	31,38%

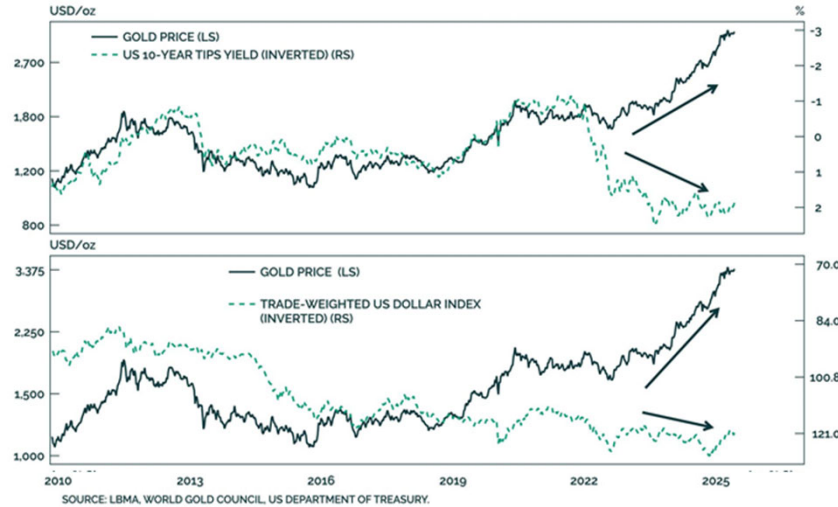
Fuente: Bloomberg, Consilio

El **USD** se ha abaratado pero sigue caro frente al resto de divisas en términos de Paridad del Poder de compra (PPP)

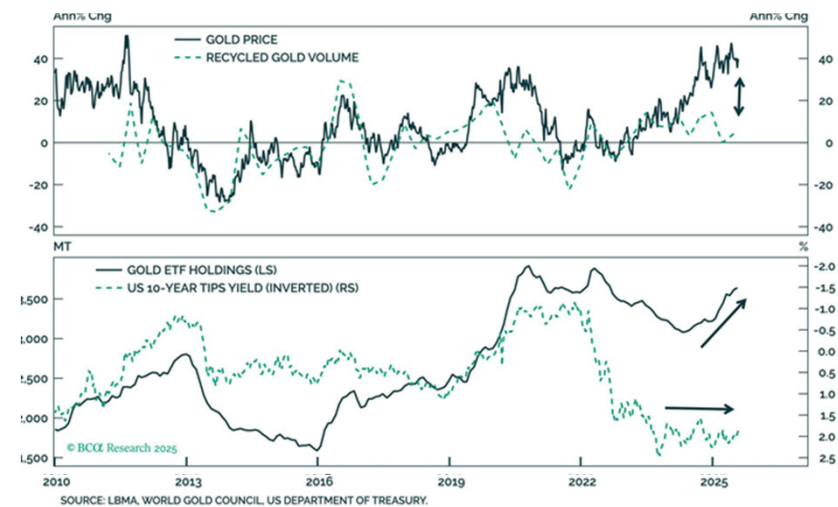


Fuente: MAN

Correlación del oro con tipos de interés reales Invertido) y USD (invertido)



Correlación del oro con volumen de oro reciclado y de ETFs de oro con tipos reales (invertido)

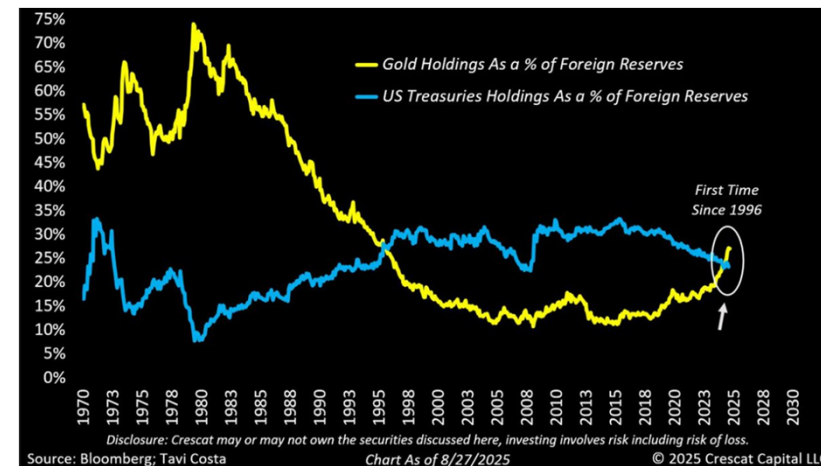


- ✓ Cuatro indicadores clave han roto su tradicional relación con el oro en los últimos años. El hecho de que el oro haya seguido su ascenso a pesar de que otras magnitudes apuntaran lo contrario en un contexto cíclico, podría indicar que **el actual rally en el precio del oro es más una tendencia estructural que cíclica**. Las tradicionales correlaciones que se han roto son:

- Relación inversa con los tipos de interés reales y con la evolución del USD (gráfico superior izquierdo)
- Relación directa con el volumen de oro reciclado e inversa de las posiciones de oro en ETFs con los tipos de interés reales

- ✓ Por primera vez desde 1996 la inversión en oro por parte de los bancos centrales supera a la inversión en bonos del Tesoro americano (gráf inf izq)

Inversión en oro y en bonos del Tesoro de EE.UU. por parte de los bancos centrales (en % sobre el total de reservas)





Juan Jesús Gómez Cubillo
juanjesus.gomez@consilio.es

Santiago Mingo Martínez
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 CONSiLIO 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. CONSiLIO 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 CONSiLIO ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES EAF



MEJOR EAF DEL AÑO
Consilio EAF



Entidad Registrada



Auditor:



Entidad adherida



CONSiLIO 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