



BALANCE PRIMER CUATRIMESTRE DE 2025

Los primeros meses de 2025 han estado caracterizados por la incertidumbre y la volatilidad en los mercados que han generado el comportamiento y las decisiones aún más volátiles de Donald Trump. Mientras que los conflictos militares no están más cerca de resolverse, los riesgos geopolíticos se han materializado con la guerra comercial iniciada por la administración norteamericana.

Excepcionalmente y dadas las decisiones sobre aranceles tomadas en abril, vamos a tratar de dar una visión lo más actualizada posible de la situación, en vez de dar los datos a cierre de trimestre, como es lo habitual.

Como hemos adelantado, durante el primer cuatrimestre de 2025, los mercados bursátiles estadounidenses han mostrado una alta volatilidad, influenciados en gran parte por las decisiones políticas y económicas del presidente Donald Trump, quien retomó el cargo en enero y desató un tsunami de decisiones geopolíticas, sobre aranceles y deportaciones que han afectado no sólo a Estados Unidos, sino también al resto del mundo. Quizá lo único positivo que se puede rescatar de estas decisiones desde este lado del Atlántico, es que ha conseguido unir y afianzar el proyecto de la Unión Europea, algo en entredicho desde el Brexit y el auge de partidos antieuropeístas.

Por tratar de buscar algo de lógica a las medidas y decisiones que está llevando a cabo la administración Trump, parece que su intención es la de reducir desequilibrios estructurales de la economía americana con especial foco en reducir el déficit comercial (la historia dice que sólo se consigue devaluando tu moneda o con una recesión) y en equilibrar las cuentas públicas (la forma más fácil es crecer o tolerar más inflación o apelar a la austeridad). Lo llamativo, es que estas decisiones no vienen condicionadas por los mercados. Ni la prima de riesgo de la deuda americana ni el dólar parecían amenazados hace pocos meses pese a los déficits estructurales de la economía americana.

Las resistencias internas a las decisiones de Trump se incrementan, con un creciente descontento con su gestión. La pérdida de popularidad a dieciséis meses de las elecciones de mitad de mandato podría facilitar cierta reversibilidad, lo que podría servir como catalizador de los potenciales rebotes de mercado, como hemos visto en las últimas sesiones.

Las bolsas han ido de más a menos ante los riesgos derivados de las agresivas políticas de la nueva administración americana. De este modo, hemos asistido a una enorme divergencia entre activos europeos y americanos fruto del deterioro en la confianza sobre la economía americana y sus activos y, por otro lado, el fuerte impulso fiscal de Alemania y el mayor gasto en defensa europeo en un entorno de mayor autonomía estratégica. Estos movimientos han derivado en correcciones de mayor calado en las primeras sesiones del mes de abril que se fueron suavizando y recuperando a lo largo del mes, sobre todo después de la pausa de noventa días a la aplicación de aranceles y la exención a la electrónica. Aun así, las subidas de las tasas arancelarias son especialmente lesivas con China y otros socios asiáticos y llevan a un nivel agregado sólo comparable con los años 30 del siglo pasado.

Si profundizamos en cómo han afectado las decisiones de Trump a los distintos sectores productivos, vemos que han tenido un impacto muy desigual:

En la industria y manufactura tuvo un impacto positivo inicial por el aumento de aranceles a productos importados, especialmente desde China, lo que incentivó la producción nacional. Sin embargo, las represalias comerciales y el encarecimiento de los materiales importados afectaron negativamente a las empresas con cadenas de suministro globales (automóvil, maquinaria pesada...).

La tecnología ha sido uno de los sectores más castigados por la incertidumbre regulatoria y comercial. Las amenazas de Trump de imponer restricciones a empresas tecnológicas chinas (como TikTok y Huawei) y su retórica contra la inteligencia artificial (con la irrupción de la empresa china Deepseek) generaron caídas abruptas en el Nasdaq seguidas de fuertes rebotes (+12% el 9 de abril).

Buenas noticias para el sector de combustibles fósiles, tras la retirada de Estados Unidos de los compromisos climáticos y el impulso a la producción nacional de petróleo y gas. Las empresas de energías

renovables, en cambio, sufrieron por la falta de apoyo regulatorio y subsidios.

En cuanto al sector primario, fundamentalmente el agrícola, se ha visto muy afectado por las represalias comerciales, especialmente de China, que impuso aranceles a productos agrícolas estadounidenses, a la vez que las restricciones migratorias redujeron la disponibilidad de mano de obra, afectando negativamente a este sector intensivo en capital humano.

La caída del gasto público en infraestructuras también limitó el crecimiento y aunque el consumo privado creció el 1,8%, no logró compensar los efectos negativos del resto de componentes, fundamentalmente el aumento abrupto de las importaciones, con lo que el producto interior bruto (PIB) de Estados Unidos retrocedió un 0,3% en tasa anualizada entre enero y marzo de 2025, marcando un frenazo respecto al crecimiento del 2,4% del trimestre anterior. En términos trimestrales (como se analiza en Europa), la caída fue inferior al 0,1%. No obstante, el dato marca un giro claro respecto a la tendencia positiva de finales de 2024 y plantea dudas sobre la evolución para el resto del año.

En cuanto a Europa, durante el primer cuatrimestre de 2025, varios sectores han destacado en las bolsas europeas por su rendimiento superior y potencial de crecimiento, especialmente tras un 2024 más débil. Podríamos destacar las empresas de defensa y aeroespacial, impulsadas por el compromiso de rearme de los países europeos, y sobre todo el sector bancario, derivado del estímulo fiscal en Alemania, el crecimiento del crédito y las valoraciones atractivas frente al sector bancario estadounidense.

Con respecto al PIB, la economía de la zona euro registró un crecimiento del 0,4% en los tres primeros meses de 2025, lo que supone duplicar el ritmo de expansión del 0,2% observado en el último trimestre de 2024 y un crecimiento interanual del 1,2%. En el conjunto de la Unión Europea, el crecimiento fue del 0,3% trimestral y del 1,4% interanual. Datos positivos teniendo en cuenta además que los aranceles estadounidenses han generado preocupación sobre el impacto en las exportaciones europeas, especialmente en sectores como el automóvil.

Tanto el BCE como la FED continúan teniendo un papel referencial como garantes de la estabilidad económica, más si cabe en un contexto de creciente incertidumbre económica y tensiones políticas. La Reserva Federal mantuvo sin cambios su tipo de interés de referencia en el rango del 4,25% al 4,50% tras tres recortes consecutivos entre septiembre y diciembre de 2024, y justificó esta pausa por la necesidad de evaluar el impacto de las políticas fiscales y comerciales del nuevo gobierno de Trump en la evolución de la economía (incluidos niveles de inflación y empleo). A pesar de mantener los tipos, la FED anticipa dos recortes adicionales a lo largo de 2025, si las condiciones lo permiten. El famoso "dot plot" muestra una división entre los miembros de la entidad: algunos prevén mantener los tipos, mientras que otros apoyan recortes más agresivos.

Mientras tanto, el BCE redujo en marzo los tipos de interés en 25 puntos básicos, basándose en la evolución favorable del proceso de desinflación, la moderación del crecimiento de los salarios y la mejora en la transmisión de la política monetaria al crédito.

En el mercado de divisas, hemos pasado de rozar la paridad al inicio de año (1,0354 euros por dólar) a que la moneda americana se haya depreciado más del 9% (1,1328 euros por dólar) a cierre del cuatrimestre, fundamentalmente durante el mes de abril. Normalmente la diferencia de cotización entre ambas divisas se ha basado en las diferencias existentes entre los tipos de interés, pero en este caso, la depreciación se debe fundamentalmente a la mayor estabilidad económica en la eurozona y la incertidumbre política en EE. UU. tras el regreso de Trump. Todo ello ha motivado que el oro siga actuando como activo refugio aún más si cabe, y que su cotización supere cualquier registro histórico cerrando marzo en 3.124 dólares por onza y continuando con su escalada en abril.

Con todos estos datos, analicemos ahora los principales índices y su restabilidad anual (entre paréntesis en euros)

MAYO 2025

nº 128

Balance
Primer Cuatrimestre 2025

Informe de Gestión

• Eurostoxx50:	5,40%	
• Stoxx600:	3,91%	
• Ibex35:	14,60%	
• FTSE:	3,94%	(1,18%)
• DJI:	-4,41%	(-12,63%)
• S&P 500:	-5,31%	(-13,46%)
• TOPIX:	-4,22%	(-3,77%)
• MSCI EMERG:	3,47%	(-5,42%)

Todos los índices europeos analizados están en positivo, destacando el Ibex por la recuperación del sector bancario tras la relajación de la política monetaria. El Eurostoxx también ha tenido un buen comportamiento, impulsado por sectores defensivos como salud y consumo básico, y por el desempeño de la banca.

Si analizamos los principales índices americanos vemos que el S&P 500 ha tenido un comportamiento muy volátil, con una caída acumulada del 5,31%, con movimientos diarios de hasta -6% y +9% en abril, tras las decisiones arancelarias de ida y vuelta en pocos días. El Dow Jones también mostró oscilaciones importantes, aunque menos pronunciadas que el S&P 500, debido a su composición más conservadora.

Nuestra cartera de renta variable suma el 29% (31% a 31 de marzo) del patrimonio del fondo. Este porcentaje se encuentra diversificado entre los principales mercados, teniendo nuestras mayores inversiones en Estados Unidos (18,8%) y contando también con inversión en Europa (5,6% del patrimonio), Japón (1,8%) y en mercados emergentes (2,8%).

En cuanto a nuestra cartera de renta fija, el porcentaje de inversión en la misma supone, al cierre del ejercicio el 53,1% de nuestro patrimonio, estando diversificada en España, Italia, Alemania y otros países europeos y Estados Unidos.

Ante este escenario tan volátil y la evolución negativa de los índices globales por la caída de las bolsas norteamericanas y la debilidad del dólar, la gestora ha ido configurando la cartera a medida que las noticias dibujaban un entorno más negativo para los activos de riesgo, pasando de una visión constructiva a un enfoque algo más defensivo donde se puede destacar la ligera bajada de la exposición a renta variable (principalmente a través del mayor valor de las opciones de protección) y la subida de la duración del plan con la compra de deuda pública europea tras los repuntes de inicio de marzo y el foco en crédito europeo (aunque con un mayor sesgo hacia los segmentos de mayor calidad como Investment Grade y bonos garantizados).

El plan de pensiones cierra abril con una rentabilidad del -0,77% (-0,61% a 31 de marzo); una cifra bastante razonable para estos cuatro meses tan volátiles que ha generado la vuelta de Donald Trump al poder.

La guerra comercial y las decisiones derivadas de ésta que tengan que tomar los distintos bancos centrales para controlar la inflación o incentivar la actividad económica dependiendo del caso, las posibles revisiones a la baja de los beneficios empresariales y la incertidumbre en Estados Unidos serán los principales focos de atención durante los próximos meses.



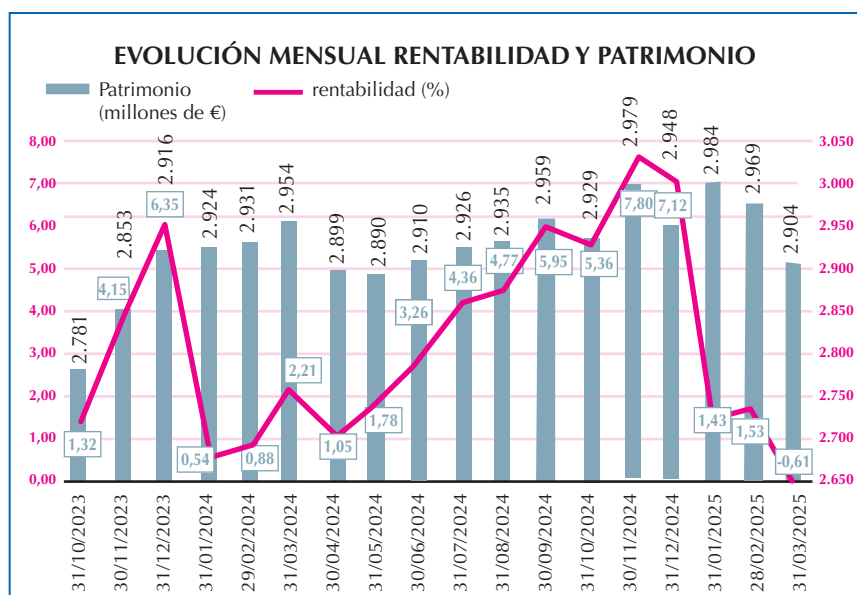
INFORME DE GESTIÓN

COMPOSICION DE LA CARTERA DE INVERSIONES A 31/03/25

	Importe	Contado	Derivados	Total
Renta Variable	802.140.904,47	27,62%	3,24%	30,85%
Renta Fija	1.456.117.348,42	50,13%	3,70%	53,83%
Otras Inversiones	412.540.309,17	14,20%	-	14,20%
Divisas	-	-	21,75%	21,75%
Activos Monetarios	233.904.228,54	8,05%	-	8,05%
TOTAL	2.904.702.790,90	100%	28,69%	128,69%

TOTAL 2.904 MILLONES DE EUROS (*)

(*) La diferencia entre este importe y el patrimonio indicado en la cuenta de posición a 31/03/2025 corresponde a Reservas Matemáticas (Rentas Aseguradas).



PRESTACIONES PAGADAS DESDE INICIO DE AÑO HASTA EL 31/03/2025

	Importe	%	Número	%
Capital	8.261.636,55	49,82%	199	4,74%
Pago Extraordinario	2.683.545,28	16,18%	231	5,19%
Renta Periódica Financiera	5.588.288,76	33,70%	3.991	89,75%
Renta Asegurada	48.187,77	0,29%	26	0,58%
TOTAL PRESTACIONES	16.581.658,36	100%	4.447	100%

DETALLE MODALIDADES DE COBRO DE LA PRESTACIÓN POR TIPO DE CONTINGENCIA DESDE INICIO DE AÑO HASTA EL 31/03/2025

	CAPITAL	PAGO EXTRAORDINARIO	RENDA PERIÓDICA FINANCIERA	RENDA ASEGURADA	TOTAL
JUBILACIÓN	4.871.468,21	1.955.737,27	4.652.745,89	40.664,10	11.520.615,47
INVALIDEZ	221.705,71	34.156,04	112.858,30	-	368.720,05
FALLECIMIENTO	2.196.965,33	171.888,17	607.130,88	5.432,07	2.981.417,05
ANTICIPO A PARTIR DE LOS 60 AÑOS	912.141,14	468.266,84	197.387,943	2.091,60	1.597.897,52
SUPUESTOS EXCEPCIONALES	59.356,16	35.496,36	18.155,75	-	113.008,27
TOTAL	8.261.636,55	2.683.545,28	5.588.288,76	48.187,77	16.581.658,36

CUENTA DE POSICIÓN PLAN DE PENSIONES 31/12/2024 AL 31/03/2025

PATRIMONIO A 31/12/2024 2.950.010.853,60€

ENTRADAS

Aportaciones del Promotor	6.260.060,56€
Aportaciones de los Partícipes	2.558.898,18€
Aportaciones Devueltas	-4.340,35€
Traslados de derechos de otros planes	6.480,36€
Prestaciones a cargo Aseguradores	48.187,77€
Provisión Matemática a cargo Aseguradores	-28.939,16€
Resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias	-17.372.963,35€

SALIDAS

Primas de Seguro	0,00€
Pago de Prestaciones	16.581.658,36€
Traslados de derechos a otros planes	18.255.055,34€
Gastos Servicios Profesionales (Actuarios)	66.966,19€

PATRIMONIO A 31/03/25 2.906.574.557,72€

GASTOS DE GESTORA, DEPOSITARIA Y COMISIÓN DE CONTROL

(Recogidos en cuenta de Pérdidas y Ganancias)

Comisión Entidad Gestora	2.422.963,44€
Comisión Entidad Depositaria	166.499,64€
Información a partícipes/beneficiarios, dietas y desplazamientos, Com. Control, otros	15.725,46€

RENTABILIDAD DEL FONDO (T.A.E.):

Desde el inicio (21/12/92)	3,97%
Últimos 5 años	3,99%
Últimos 3 años	1,99%
Últimos 12 meses	4,17%
Acumulado año 2025	-0,61%

PARTÍCIPES Y BENEFICIARIOS EN MARZO 2025

PARTÍCIPES	23.256
BENEFICIARIOS	11.084
TOTAL	34.340

BENEFICIARIOS SOBRE TOTAL 32%**BENEFICIARIOS LIQUIDADOS DESDE INICIO 57.327**

ALTAS EN EL PLAN.- La Comisión de Control ha aprobado la adhesión de 5 nuevos partícipes durante los meses de enero, febrero y marzo de 2025, que corresponden a las solicitudes recibidas que cumplen los requisitos exigidos por el Reglamento, haciendo un total de 5 adhesiones en el año 2025.