

Análisis de Mercados

Abril 2025

Ricardo Gil
Deputy CIO



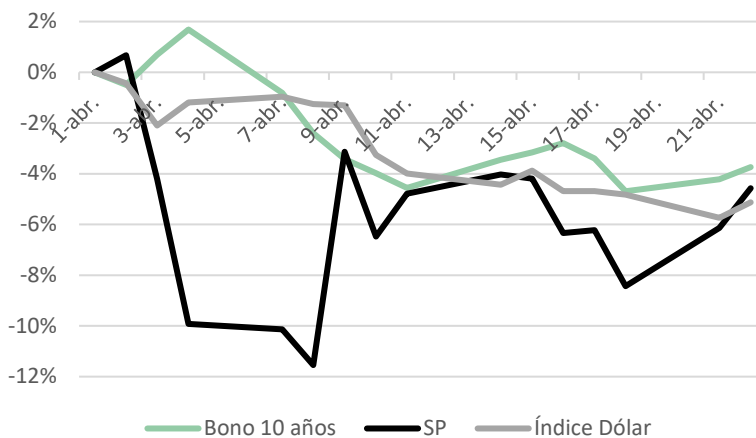
Tras un inicio de año en el que se esperaba una mejora de los “animal spirits” en EE.UU. con la nueva administración impulsando la inversión empresarial, hemos pasado a ver cómo las **primeras actuaciones han sido mucho más agresivas de lo que el mercado esperaba (aranceles) sin hacer mención de las medidas positivas (bajada de impuestos y desregulación) base para las expectativas positivas del año.** Esto ha vuelto a testear la solidez del sistema financiero global que ha servido de “semáforo” de hasta que punto las políticas para deshacer los desequilibrios globales pueden llevarse a cabo de forma unilateral y abrupta.

Los **desequilibrios a atajar son una deuda muy alta para el momento de ciclo en que estamos, principalmente EE.UU. y por otro lado los superávits por cuenta corriente crónicos en algunas economías (China) centradas en favorecer exportaciones a costa de una demanda interna deprimida.** Esto llevaba a una situación en que el más beneficiado de la fortaleza del consumidor americano fuera el resto del mundo que “reciclaba” los beneficios comprando sus bonos y acciones. Este proceso parece ha llegado a su fin. El camino iniciado apunta a menor crecimiento, presiones inflacionistas (es más importante que se produzca dentro de las fronteras aunque sea a mayor coste) y cambios en los flujos de capital (volatilidad en activos financieros).

La guerra comercial abierta por **EE.UU.** hasta que se anuncien las medidas “pro crecimiento” (desregulación, bajadas de impuestos) les permite tener **mayor control de la economía interna a costa de una menor integración en la economía global.** Las **reacciones** no se han hecho esperar, en la UE, aumento del **gasto público en Alemania e impulso del gasto en defensa** y en **China planes para impulsar demanda interna** que permitan compensar la pérdida de exportaciones. El cambio de paradigma supone un mundo multipolar donde el USD ya actúa de activo refugio.



Gráfico bono 10 años US, SP 500 e índice dólar (base 100:1 Abril).

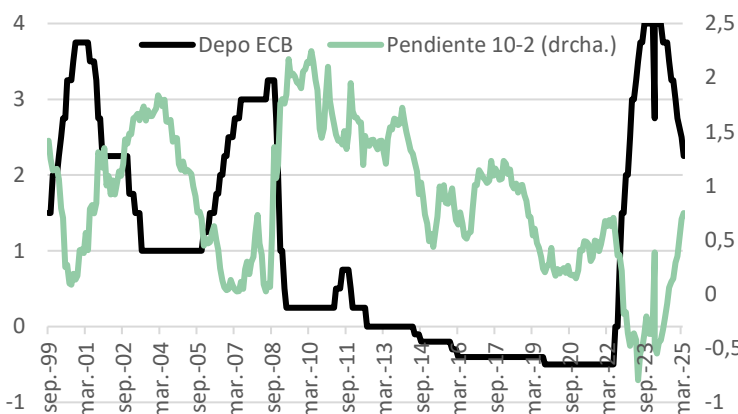


El movimiento más inquietante ha sido cómo el del **USD** en un momento de “stress” como el vivido en el COVID (los movimientos intradía en renta variable han sido mayores). se ha comportado **como otros activos de riesgo**, una señal de debilidad clara para el “excepcionalismo” americano.

Este movimiento puede ser efecto de los cierres forzados de posiciones apalancadas o una muestra que los activos americanos no son ya refugio.



Pendientes de tipos y tipos ECB



Menor crecimiento va a suponer inflaciones más controladas. El repunte de precios de los bienes debería compensarse con el menor consumo y menores precios de energía. En la Eurozona este escenario además mejora por la subida del EUR con el riesgo añadido que los bienes chinos no vendidos a EE.UU. se redirijan hacia la UE acrecentando la bajada de precios.

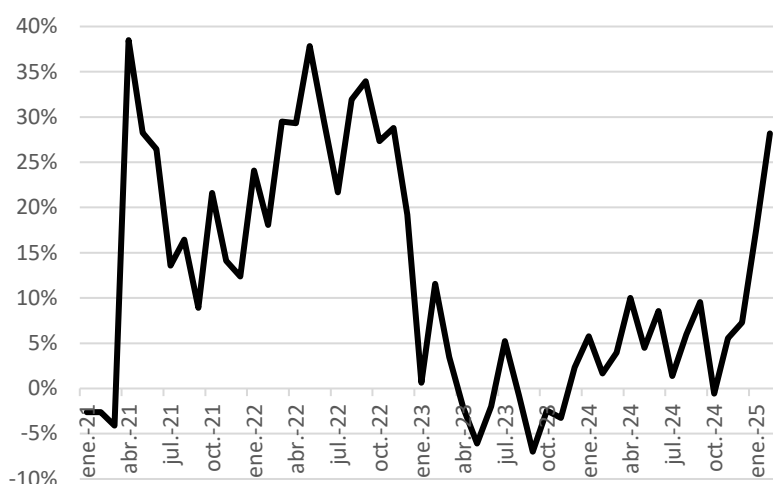
Este escenario deja margen para mayores bajadas de tipos por parte del ECB.

Los efectos reales en la economía real no los vamos a ver hasta la segunda mitad. Durante el **primer trimestre** seguiremos la inercia de la segunda mitad del año pasado (EU estancada, EE.UU. perdiendo fuelle y China en línea). No obstante esperamos una **mejora en la parte de manufacturas por los adelantos de pedidos previo a las tarifas** que en el segundo trimestre se convertirán en datos de contracción. Con este “ruido” los datos de empleo creemos que son la verdadera señal para valorar la situación macro así como la evolución de inventarios y nuevos pedidos en las encuestas de actividad.

Las revisiones a la baja de crecimiento (bancos centrales, FMI, OCDE) recogen unos niveles de tarifas inferiores a los que parece que se han adoptado pero no se sabe todavía cual va a ser el nivel. En cualquier caso los movimientos en los mercados (especialmente el bono americano) han obligado a EE.UU. A reducir las exigencias. **Conforme se vaya haciendo más predecible el proceso y no sea unilateral por parte de EE.UU. la volatilidad en los activos esperamos remita.** Esto no va a evitar datos macro durante el segundo trimestre malos (el daño ya está hecho) tras un primer trimestre con una actividad artificialmente mayor.

Hasta el momento sólo estamos teniendo noticias negativas para el crecimiento pero durante el trimestre deberíamos tener más claridad del plan fiscal en Alemania así como las medidas concretas en China. Esto esperamos ataje la otra incertidumbre más está afectando a las expectativas macro que es el comportamiento del consumo. Con todo esto en mente y asumiendo recortes en consumo y la cautela en el sector privado a la hora de iniciar inversiones creemos que el crecimiento seguirá siendo positivo. Los elevados márgenes, los niveles de apalancamiento moderado en hogares y empresas, y los efectos de las medidas monetarias y fiscales permitirán capear a las compañías la bajada en las expectativas que estamos viendo.

Variación Exportaciones Eurozona a EE.UU. a/a



Fuente: Eurostat. Elaboración propia.

A los datos de actividad de de manufacturas durante el primer trimestre habrá que quitarles el exceso de demanda que se ha producido adelantando la entrada en vigor de las tarifas.

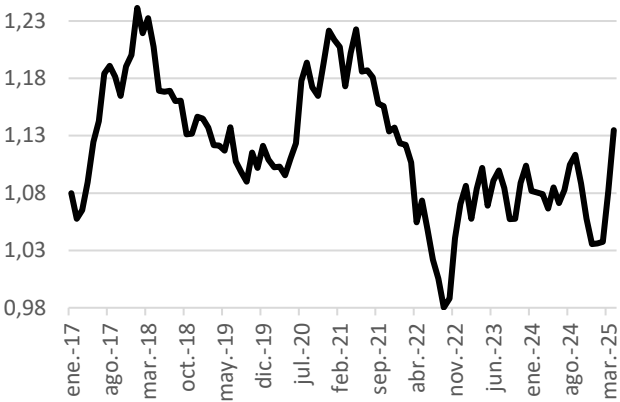
Durante el segundo trimestre los datos van a ser muy erráticos (bajadas en expectativas de actividad, mala producción industrial etc...). El indicador que mejor va a reflejar la situación de actividad real es el empleo y es la variable a la que los bancos centrales van a atender para actuar con las bajadas de tipos en Junio.

Los cambios estructurales en marcha, la impredecibilidad de las acciones de TRUMP y la volatilidad en los activos de riesgo nos hace seguir favoreciendo la renta fija frente a la renta variable. Las oportunidades tácticas van a surgir en los próximos meses pero hasta que no aumente la visibilidad aprovecharíamos los rallies para deshacer riesgo y tomarlo a través de renta fija vía crédito.

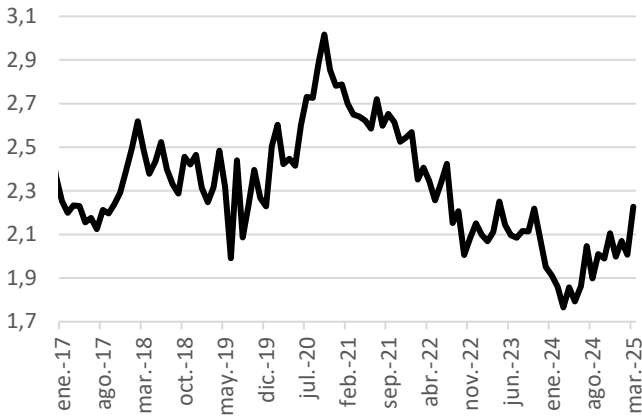
En **renta variable reducimos exposición a EE.UU..** El buen comportamiento de los activos americanos desde 2020 se explica por la recompra de acciones y un aumento sin precedentes del gasto público (su talón de Aquiles actual). **Las valoraciones en la Eurozona por su parte son atractivas en términos históricos y en relativo y vemos más riesgo de revisión a la baja de estimaciones de beneficios en EE.UU. que en la Eurozona.** Por último hay que tener en cuenta que el flujo de fondos hacia activos en USD ha sido gigante en los últimos años y sólo estamos viendo una ligera reversión. La diferencia de comportamiento en lo que llevamos de año (Eurozona +3%, EE.UU. -6%) ya tiene algo en el precio sobretodo porque la macro Europea tampoco va a mejorar sensiblemente (crecimiento del 0,5% para 2025) y los efectos de un EUR más fuerte aunque abren la puerta a bajadas de tipos más agresivas (hasta 1,5%) suponen un problema para los exportadores sin embargo el margen fiscal del que dispone y va a poner en marcha se está mostrando como suficiente catalizador.



EUR vs USD



Diferencial HY/Diferencial IG



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

En **renta fija** la **visibilidad de los retornos en los próximos trimestres ha aumentado**. Bajadas de tipos por unas inflaciones conmtroladas, compañías con menos apalancamiento en general y (bueno para renta variable también) , aceleración de los planes de desregulacion y desarrollo del mercado único Europeo (planes Draghi, Letta) son para el crédito. El principal riesgo que vemos sigue siendo en los plazos largos, los estímulos fiscales vienen un aumento de las emisiones y aunque este efecto se palíe en parte con bajadas de tipos creemos que provocará un aumento de los plazos largos. La estrategia sería tener **plazos cortos** en crédito de rating medio o elevado, las oportunidades tácticas aparecerán sobretodo en periféricos donde cualquier duda sobre crecimiento se traducirá en aumento de diferenciales.

Como conclusión tras haber sufrido los repentinos cambios en la administración TRUMP y a **costa de perder algo de rentabilidad a cambio de menos volatilidad preferimos reducir la exposición a renta variable americana y tomar el riesgo en la parte de renta renta fija**.

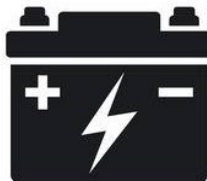


Posicionamiento de las carteras

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

RENTA FIJA	• Positivo (+). Menor crecimiento con menores precios de energía debería quitar presiones inflacionistas. Seguimos prefiriendo bonos en los plazos cortos más expuestos a bajadas de tipos. En los largos el riesgo lo vemos en el aumento de emisiones de gobiernos y la prima temporal que los inversores van a exigir por el entorno de más riesgo. • Gobiernos: + Positivo. Riesgo en los plazos largos, es pronto pero un tema de volatilidad van a ser la evolución de las finanzas públicas en Francia. Mejor plazos cortos que largos. • Corporativos: + Positivo. Las estimaciones de resultados todavía no reflejan el empeoramiento de la macro pero las bajadas de tipos y el hecho que la mayor parte de los vencimientos sean a partir de 2027 da margen para aprovechar las rentabilidades que siguen ofreciendo los plazos cortos. En cuanto a riesgo reduciríamos peso de los peores ratings. • Crédito países emergentes: = Neutral. Con las principales economías centradas en las manufacturas los países emergentes siguen ofreciendo oportunidades en los más expuestos a materias primas. Los diferenciales no son lo suficientemente atractivos pero en los plazos cortos las tires superiores al 6% aportan un carry interesante.
RENTA VARIABLE	• Neutral (=). Estimaciones de resultados empresariales son elevadas (especialmente en EE.UU.) para el entorno de menor crecimiento global que nos vamos a encontrar en los próximos meses. Por otro lado los ratios (ex US) no son exigentes y los estímulos fiscales en China y Eurozona para impulsar crecimiento deberían ser positivos para la renta variable, Cambio del flujo de dinero desde EE.UU. hacia resto del mundo, revirtiendo el movimiento desde 2020, • Europa: = Neutral. Barato por unas razones que parecen estar cambiando (mercado único Europeo, desregulación), no tan afectado por desaceleración global. • Estados Unidos: = Neutral. Deepseek (IA China), hegemonía en "green tech" etc..., contribuyen a una reducción de múltiplos en EE.UU., ya no es la única fuente de tecnología, • Países Emergentes: - Negativo. Son los principales afectados por las tarifas y una desaceleración de la macro global los deja en peor posición especialmente Asia.
MAT.PRIMAS	• Neutral. Los metales preciosos han sido el activo más beneficiado de la incertidumbre macro y refugio frente a las ventas de activos en dólares. El posicionamiento es muy extremo y no es un activo muy grande con lo que los movimientos se exageran, En los metales industriales las dudas del crecimiento en China y global creemos que todavía las pueden seguir penalizando.
DIVISAS	• Dólar: = Neutral. De ser el activo refugio se ha convertido en el activo repudiado. Los excesivos déficit, la inflación por encima del objetivo tras 3 años y anuncios de aranceles a niveles imposibles hacen que al resto del mundo ya no le hacen falta tener tantos dólares y no los "recicla en activos americanos". Riesgo de ver 1.25 (siguiendo el patrón 2017-2020).

- Bolsa global
- Crédito plazos cortos



- Bonos plazo largo
- Consumo cíclico

Para concluir:

- Las **valoraciones en EE.UU. siguen muy elevadas frente al resto del mundo**, los impulsores del mercado en los últimos años (recompras de acciones, flujo de extranjeros comprando bolsa) van a ser sensiblemente menores y el mercado todavía espera crecimientos de beneficios de dos dígitos para los próximos años. Las buenas noticias que deberían venir a partir de Mayo, reducciones de impuestos, desregulación, acuerdos comerciales con los principales socios, aprovecharíamos para reducir posiciones.
- **Nacionallismo económico** con el obeitivo **es orientar el exceso de ahorro hacia inversiones** que cumplan con el interés nacional (**China, EU**) mientras en **EE.UU.** se muestra en **favorecer las manufacturas a costa del consumo y sobre todo reducir la deuda y el déficit**. Estos cambios estructurales en marcha encuentran el mayor riesgo en el modo en que se lleven a cabo, si es sin cooperación entre las partes, nos veremos avocados a una recesión. Esto se verá más claro a lo largo del segundo semestre cuando se vea cómo evoluciona la inversión empresarial ante los shocks que estamos viviendo en la primera parte del año.



3A

Este documento no es un Recomendamos que los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por si o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de la misma.

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