



ANCHOR

Investment Strategies

CARTA MACRO

Abril 2025

Visión general

Inicialmente, los mal llamados aranceles recíprocos se situaron claramente por encima de lo que nosotros estábamos esperando, lo que se tradujo en una fuerte corrección en los mercados de todo el mundo.

Al ver esto, y sobre todo al constatar que la alta volatilidad de mercado estaba alcanzando de lleno a los bonos de gobierno de su propio país, Trump decidió el día 9 de abril hacer una pausa de 90 días en los aranceles impuestos una semana antes, básicamente con la única excepción de China (el aumento arancelario general ha pasado a ser de momento del 10%).

Con esta decisión, el presidente americano nos ha enseñado cuál es su umbral de dolor y, con ello, puede haber ayudado a generar un cierto suelo en los mercados. En particular, lo que esperamos a partir de ahora es un mercado menos volátil y con más capacidad de discriminación entre activos.

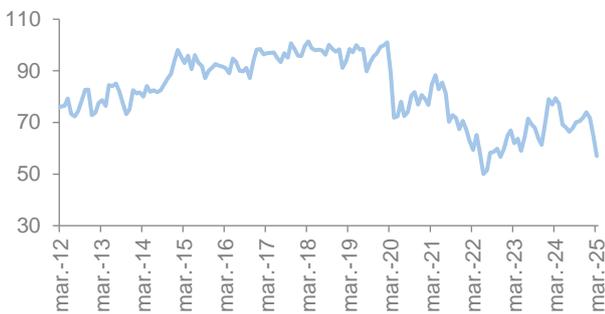
¿Qué queremos decir con eso? Básicamente tres cosas:

- Aunque es previsible que el equity en general flexione claramente al alza en las próximas semanas, seguimos pensando que la política arancelaria de Trump (aún en esta nueva versión más suavizada) es claramente perjudicial para la economía americana. Esto debería traducirse, en nuestra opinión, en un peor comportamiento relativo de la renta variable estadounidense frente a la de otros países.
- Relacionado con lo anterior, unos aranceles del 10% son claramente mejores que unos del 22% pero, aun así, van a generar inflación en Estados Unidos y, sin embargo, más bien desinflación en el resto de los países. En este sentido, vemos muy poca justificación al fuerte movimiento al alza que habían venido mostrando durante los últimos días los tipos a largo plazo en las curvas de gobierno de muchos países fuera de EE.UU.
- Por lo demás, y aunque entendemos la debilidad del dólar, creemos que la dislocación de mercados creada por la incertidumbre de Trump ha supuesto castigos claramente excesivos para muchas divisas de países de “buen comportamiento” (crecimientos razonables, inflaciones en descenso, sendas presupuestarias creíbles...).

(Lo que sigue ha sido redactado antes del anuncio de la pausa de Trump del día 9 pero hemos preferido dejarlo sin actualizar para que sirva como “escenario de estrés” por si Trump volviera a las andadas en algún momento de las próximas semanas).

El fuerte **shock de incertidumbre** que los aranceles han creado (incluso antes de su entrada en vigor) ha afectado de un modo especialmente intenso a los índices de sentimiento de los agentes económicos en **EE.UU.**:

Gráfico 1
Confianza consumidores (U. Michigan)



Fuente: elaboración propia.

Gráfico 2
ISM componente empleo, servicios



Fuente: elaboración propia.

Gráfico 3
ISM manufacturero

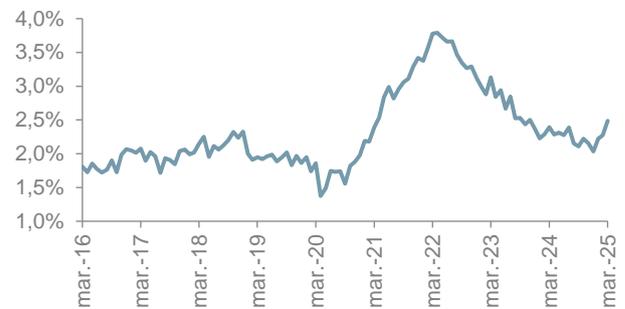


Fuente: elaboración propia.

En el caso americano, además, los aranceles van a crear **presiones al alza en la inflación**, lo que reducirá de forma relevante la capacidad de la **FED** para poder bajar los tipos de interés de forma preventiva.

Y, para complicar un poco más las cosas, es previsible que la confianza de los consumidores y empresas americanas vaya a experimentar nuevas presiones a la baja durante las próximas semanas/meses, a medida que los datos de inflación vayan confirmando de forma fehaciente que los aranceles crean efectivamente presiones al alza en precios):

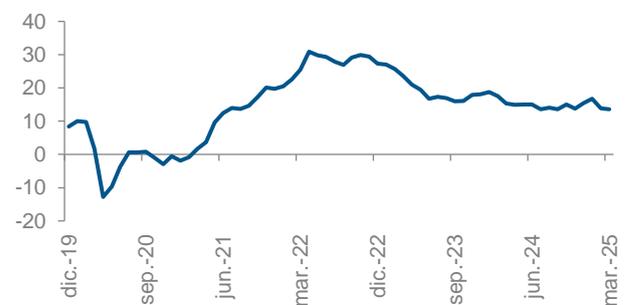
Gráfico 4
Expectativas inflación empresas (FED Atlanta)



Fuente: elaboración propia.

En el **resto del mundo**, los aranceles de Trump van a suponer sobre todo un **shock de demanda negativo** (porque a nuestros exportadores les va a costar más vender en el mercado americano), lo que tenderá a generar **presiones desinflacionistas**.

Gráfico 5
Expectativas inflación servicios Eurozona



Fuente: elaboración propia.

Esto, a su vez, creará espacio para que los bancos centrales fuera de Estados Unidos puedan suavizar sus **políticas monetarias** todo lo que sea

necesario para combatir los síntomas de debilidad económica provocados por los aranceles estadounidenses (en el caso particular del BCE, por ejemplo, damos por hecho que veremos una bajada de tipos en la reunión del 17 de abril).

El único país que de momento está optando por escalar de forma apreciable la guerra arancelaria es **China**, pero tampoco aquí prevemos obstáculos para que el PBOC pueda bajar de forma relevante el coeficiente de reserva durante este mismo mes de abril. Por un lado, porque China sólo está imponiendo aranceles contra EE.UU., en lugar de hacerlo de forma generalizada contra todo el resto del mundo, como sí está siendo el caso de Trump. Por otro lado, porque el riesgo principal hoy en China en lo que a la evolución de los precios se refiere es más la deflación que una inflación excesiva, con lo que su margen para imponer aranceles sin arriesgarse a subidas indeseadas de la inflación es especialmente grande.

Los efectos de la **política fiscal** durante 2025 también van a ser asimétricos entre países. En EE.UU., el impacto va a ser contractivo (recortes de gasto público y subida de impuestos vía aranceles mucho más elevados). En el resto de los países, la política fiscal va a ser como mínimo neutral y va a haber países, con China y Alemania en la cabeza, donde se esperan impulsos fiscales relevantes.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, y aunque evidentemente los aranceles son una muy mala noticia para la economía global en general, el panorama nos parece especialmente negativo para EE.UU., algo que podría a su vez ayudar a que Trump decidiera en algún momento bajar la enorme presión que ahora está ejerciendo sobre el resto del mundo.

¿Cómo vemos entonces el escenario de aranceles mirando hacia adelante?

Aunque quizás no ocurra de forma inmediata el resultado final de todo este “proceso” podría ser un escenario en el que las subidas arancelarias por parte de EE.UU. acaban asentándose en niveles de alrededor del **10%** en promedio (con China muy posiblemente por encima de esos porcentajes). Unos aranceles en ese entorno no serían desde luego una cuestión baladí, pero sí constituirían un shock más asumible para la propia economía americana, que traería probablemente la calma a los mercados financieros y que, al mismo tiempo, permitiría a Trump obtener ingresos con los que financiar al menos una parte de los recortes impositivos previstos para el año que viene.

Visión de mercado y Asset allocation

Los elementos básicos de nuestra visión de mercado y asset allocation pueden resumirse en los siguientes puntos:

Si se cumple nuestro escenario central, los **activos de riesgo** (sobre todo fuera de EE.UU.) tienen un margen relevante de subida a 6-12 meses vista.

Al mismo tiempo, si el crecimiento global terminara por verse muy afectado por una guerra comercial a gran escala, la **duración** en los tramos largos de las curvas de gobierno (en países con finanzas públicas sólidas y en los que no sea previsible una gran expansión fiscal) podría actuar como una buena cobertura ante posibles caídas adicionales en los activos de riesgo.

Pese a que, en el período más reciente (como ha ocurrido con la duración), el **yen** ha protegido menos de lo que esperábamos, mirando hacia

adelante sí creemos que esta divisa mantiene intactas sus posibilidades de servir de cobertura ante escenarios muy negativos (más allá de su carácter de moneda refugio, la economía japonesa está en relativa buena forma, la reflación va por el buen camino y es muy posible que Japón reciba presiones por parte de la Administración Trump para que aprecie el yen).

Por lo demás, y aunque han sufrido un castigo muy apreciable en las últimas semanas, pensamos que sigue teniendo sentido apostar por una cartera diversificada de **divisas** (además del yen y excluyendo el dólar). En esta parte, continuamos poniendo el énfasis en países con perspectivas macro razonables, con inflación controlada, con solidez en sus finanzas públicas y que probablemente no van a estar en el centro del huracán arancelario.

DISCLAIMER

El presente Documento ha sido elaborado por AMCHOR Investment Strategies, SGIIC, S.A. (AMCHOR IS), Empresa de Servicios de Inversión domiciliada en España, autorizada y supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), registrada con el número 237, con domicilio social en Calle de Velázquez 166, Planta 1, 28002, Madrid.

El presente Documento ha sido elaborado por expresa petición de su destinatario y se facilita al mismo para uso interno y exclusivo. El perfil del destinatario es el de un inversor profesional, de conformidad con la normativa española aplicable. Ni el presente Documento ni la información en él contenida forman parte de una campaña publicitaria de suscripción o adquisición de acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva ni constituye actividad publicitaria o promocional. El destinatario conoce la normativa aplicable en materia de inversión colectiva y ha mostrado interés expreso en recibir información sobre instituciones de inversión colectiva que, a la fecha de elaboración del presente Documento, podrían no estar registradas en CNMV ni autorizadas para su comercialización en España. En tal caso, la información facilitada por AMCHOR Investment Strategies sobre tales productos no ha de considerarse como comercialización de conformidad con la normativa española que resulta de aplicación. Asimismo, el Documento podría contener datos de carácter provisional.

Está terminantemente prohibida cualquier distribución o reproducción, parcial o completa por cualquier medio de este material o materiales relacionados sin el consentimiento previo por escrito de AMCHOR IS. La información aquí contenida no constituye oferta, invitación, recomendación o solicitud alguna de realizar operaciones con respecto a cualquier producto financiero al que pudiera haberse hecho mención en el presente Documento, ni debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión, teniendo los datos proporcionados un carácter meramente informativo. Dicha información podrá modificarse sin previo aviso.

Cualquier opinión, comentario, análisis financiero, previsiones de mercado y resto de información no es vinculante para AMCHOR IS. El inversor debe tener en cuenta que el mercado financiero es fluctuante y que, como tal, está sujeto a variaciones. El precio de las inversiones (las cuales podrían cotizar en mercados ilíquidos) podría variar y el inversor podría no recuperar la cantidad inicialmente invertida. Las cifras contenidas se refieren al pasado. Los rendimientos pasados no son un indicador fidedigno de resultados futuros. Con carácter previo a realizar una inversión, el inversor deberá conocer los riesgos en los que podría incurrirse, así como verificar el perfil del inversor al que va dirigido el producto en el que se pretende invertir. Para obtener más información sobre cualquiera de los productos financieros mencionados en el presente Documento, y con anterioridad a tomar una decisión de inversión, se debe consultar y leer detenidamente la documentación legal pertinente (Prospectus Completo y documento de Datos Fundamentales para el Inversor - KID, Informes económicos y cualquier otra información o documentación que conforme a la legislación aplicable pudiese resultar de obligada entrega previa para el inversor). Se recomienda recabar información adicional, contrastar datos y, en su caso, solicitar asesoramiento de profesionales.

Le recordamos que sus datos han sido incorporados en el sistema de tratamiento de AMCHOR IS y que siempre y cuando se cumplan los requisitos exigidos por la normativa, usted podrá ejercer sus derechos de acceso, rectificación, supresión, oposición, limitación del tratamiento y portabilidad, en los términos que establece la normativa vigente en materia de protección de datos, dirigiendo su petición a la dirección postal C/ Velázquez 166, 28002, Madrid o bien a través de correo electrónico info-sgiic@amchor.es.

AMCHOR

Velázquez 166, 28002 - Madrid España
+34 91 700 47 77
amchor.es
info@amchor.com

