



ANCHOR

Investment Strategies

CARTA MACRO

Junio 2025

Visión general

Si el aumento de **arancel promedio en EE.UU.** no supera los 10-15 puntos porcentuales y el **paquete fiscal** que definitivamente se apruebe en ese país es percibido como suficientemente sólido por el mercado, el escenario macro global sería razonablemente constructivo. Desde un punto de vista geográfico, nos siguen gustando más las perspectivas en Europa y Asia-ex Japón que las de la economía norteamericana.

A nivel de **riesgos**, y aparte de la volatilidad general de Trump, nos preocupa especialmente la situación presupuestaria en EE.UU. En relación con esta última cuestión, es absolutamente esencial que la política presupuestaria en ese país garantice (como mínimo) que no se van a producir aumentos adicionales del déficit público en los próximos años. Pero, incluso si ese objetivo de mínimos se cumple, nos encontraríamos, aun así, ante un equilibrio relativamente frágil, pues hablamos de déficit públicos estructurales superiores al 6% del PIB y de niveles de deuda pública también muy elevados.

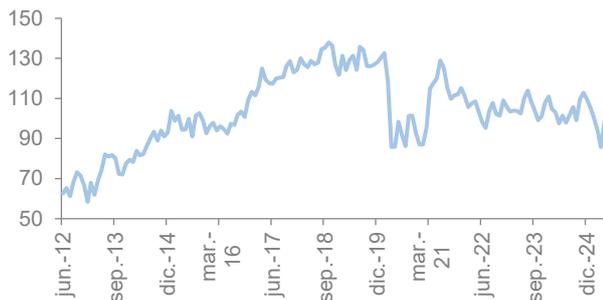
La combinación de unos riesgos superiores a lo habitual y de unas valoraciones otra vez bastante exigentes en importantes segmentos de la renta variable global invita a mantener un suficiente grado de **prudencia** en lo que a exposición a esta clase de activo se refiere, particularmente en el caso del equity norteamericano.

Por el lado de la **inflación**, creemos que se van a ver caídas significativas de las presiones de precios en los próximos meses en casi todo el mundo (aunque obviamente no en EE.UU.). Esto nos hace ver con buenos ojos la **duración**, aunque sólo en países que cuenten con finanzas públicas razonablemente creíbles, que ofrezcan niveles de tipo de interés real suficientemente atractivos y en los que no sean previsibles grandes paquetes de estímulo fiscal durante los próximos 6-12 meses.

Por lo demás, y en un contexto en el que tanto los treasuries como el dólar han perdido (al menos temporalmente) su carácter de activo refugio, seguimos evitando el dólar. Nos continúan atrayendo, sin embargo, **divisas** de países con carry sostenible, con suficiente estabilidad macro y que estén bien situados en términos relativos ante un eventual escenario de escalada arancelaria por parte de Trump.

La evolución reciente de los **datos de sentimiento económico** a nivel global es compatible con nuestra impresión de que aumentos arancelarios en el entorno del 10-15% por parte de Trump suponen un shock claramente negativo, pero al mismo tiempo, relativamente asumible para la economía global:

Gráfico 1
Confianza consumidores EE.UU. (Conference Board)



Fuente: elaboración propia.

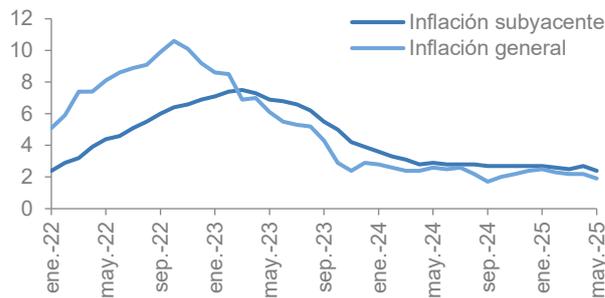
Gráfico 2
Confianza empresarial Alemania (IFO)



Fuente: elaboración propia.

Fuera de Estados Unidos, los **signos de desinflación** son cada vez más evidentes y deberían acentuarse en los próximos meses (como hemos argumentado en meses pasados, los aranceles de Trump equivalen, para el resto del mundo, a un shock negativo de demanda externa, que tenderá a moderar el crecimiento económico pero que contribuirá también a reducir la inflación):

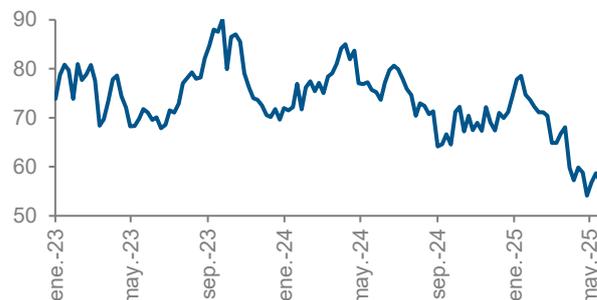
Gráfico 3
Inflación general y subyacente Eurozona



Fuente: elaboración propia.

La caída del **precio del crudo** (que se vuelve aún más significativa cuando se mide en divisas distintas dólar) crea margen de maniobra adicional para que los bancos centrales de todo el mundo (aunque no la Fed) puedan seguir bajando los tipos de interés en sus próximas reuniones:

Gráfico 4
Precio del Brent (euros)



Fuente: elaboración propia.

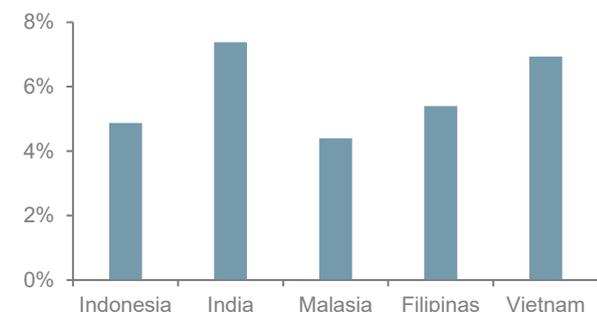
La actividad económica en **Asia emergente ex China** continúa dando signos de robustez, en un escenario además que, en el caso de esa región, se sigue caracterizando por dosis muy relevantes de estabilidad macroeconómica, tanto desde el punto de vista monetario como fiscal:

Gráfico 5
PMIs manufacturero y servicios India



Fuente: elaboración propia.

Gráfico 6
Crecimiento PIB Asia Emergente (YoY)



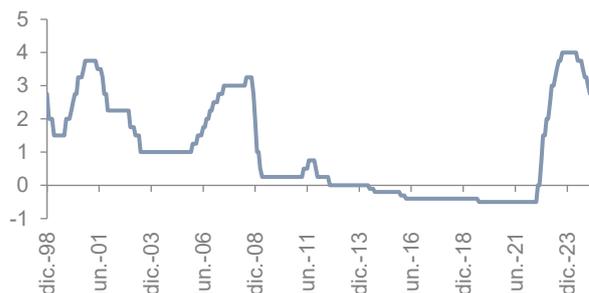
Fuente: elaboración propia.

Al mismo tiempo, y si los aranceles de Trump contra **China** se quedan en el entorno del 20-30% como posiblemente sea el caso, creemos que el gigante asiático cuenta con suficientes "colchones" como para poder crecer algo por encima del 4% durante 2025 (los datos de actividad hasta abril muestran una importante inercia positiva, gracias a los fuertes estímulos aprobados durante el año pasado; las autoridades chinas han mostrado su disposición a seguir adoptando todas las medidas, tanto monetarias como fiscales, que sean necesarias para mantener ritmos suficientemente robustos de expansión de la demanda interna; los precios de la vivienda parecen estar estabilizándose y esa circunstancia, al reducir la probabilidad de efectos riqueza negativos, podría ayudar a sostener el consumo privado...).

En general, son varias las razones por las que pensamos que las perspectivas macro durante este 2025 son mejores para Asia y Europa que para Estados Unidos. Baste aquí citar dos. La primera, porque los **bancos centrales** que no sean la FED van a poder actuar preventivamente bajando los tipos de interés ante cualquier signo de debilidad económica (lo están haciendo ya). La

segunda, porque, fuera de Estados Unidos, las **políticas fiscales** van a ser en general o bien neutrales o expansivas; y, sin embargo, la política fiscal estadounidense va a ser, como mínimo, moderadamente contractiva (en este último país, en efecto, se están subiendo impuestos vía aranceles y se están produciendo además recortes de gasto público).

Gráfico 7
Tipo de depósito del BCE



Fuente: elaboración propia.

En el caso de **Japón**, el buen comportamiento reciente de los salarios apunta a un consumo privado sostenido durante la segunda parte del año. Esto, a su vez, debería contribuir a estabilizar la inflación en el entorno del 2%, creando así margen para que el BOJ pueda seguir normalizando de forma progresiva su política monetaria (siempre, por supuesto, que el ruido arancelario se mantenga razonablemente contenido). Como factor de riesgo, sin embargo, nos preocupa el fuerte endeudamiento público del país, en un contexto en que las consideraciones sobre sostenibilidad fiscal se han vuelto más prominentes en los mercados financieros.

Gráfico 8
Inflación de servicios Japón (YoY)



Fuente: elaboración propia.

Por lo demás, y pensando en los **riesgos** que

podrían afectar a nuestro escenario central, nos preocupan fundamentalmente dos. El primero, la difícil situación presupuestaria por la que atraviesa la economía americana, que podría verse además agravada si el paquete fiscal que acabe aprobándose no contiene medidas de ahorro

suficientes con las que compensar el elevado coste presupuestario de las rebajas fiscales prometidas por Trump. El segundo, la propia “volatilidad” del presidente americano, que genera riesgos de “cola izquierda” claramente superiores a lo habitual.

Visión de mercado y Asset allocation

Renta variable

La fuerte recuperación vivida en el equity durante las últimas semanas hace que el margen de seguridad en esta clase de activo se haya reducido considerablemente. Al mismo tiempo, los riesgos alrededor de nuestro escenario central son sin duda relevantes. Así las cosas, optamos por un enfoque algo más prudente en cuanto a exposición neta a renta variable. Y, desde el punto de vista geográfico, seguimos favoreciendo Europa y Asia ex Japón frente a los Estados Unidos.

Bonos de gobierno

Dada la difícil situación presupuestaria estadounidense, y teniendo en cuenta también el impacto inflacionista de los aranceles, vemos con prevención la exposición a bonos del Tesoro americano. Sin embargo, somos mucho más constructivos con los tramos largos de las curvas en países que cumplan las siguientes condiciones: finanzas suficientemente sólidas, inflaciones a la baja, tipos de interés real atractivos, buena situación relativa ante un eventual escenario de guerra comercial y ausencia de anuncios de expansión fiscal significativa para los próximos 6-12 meses.

Crédito corporativo

Dado que nuestro escenario central es razonablemente constructivo, y siendo conscientes también de la considerable solidez que hoy caracteriza a los balances empresariales (en particular, los europeos), no vemos para nada probable un gran aumento en las tasas de fallidos en los próximos trimestres. Nos gusta por tanto el crédito corporativo, aunque (sabiendo también que los diferenciales de crédito están bastante contraídos) en esta clase de activo nos decantamos más por una búsqueda de carry “tranquilo” que por un enfoque agresivo en términos de rating o de duración de crédito.

Divisas

Nos sigue sin gustar el dólar. Primero, porque, como hemos dicho, el escenario macro nos parece peor para Estados Unidos que para la economía global en su conjunto. Segundo, porque uno de los efectos secundarios asociados a la “exuberante” volatilidad de Trump es poner en duda el carácter de la divisa americana como activo refugio.

Al mismo tiempo, en un contexto en que la sostenibilidad presupuestaria ha pasado a ser un elemento claro de preocupación por parte de los mercados, preferimos evitar también el yen como posición estructural (aunque es cierto que la deuda japonesa está en manos de los propios japoneses y de su banco central y que eso reduce mucho la probabilidad de ataques especulativos, no deja de ser verdad tampoco que el nivel de deuda del país supera el 200% del PIB).

En sentido contrario, nos gustan divisas con carry sostenible, en países que cuenten con un grado suficiente de estabilidad monetaria y presupuestaria y que, además, disfruten de una posición relativamente favorable ante una posible complicación del escenario de guerra comercial (India, Indonesia, Australia, Nueva Zelanda, Reino Unido, Noruega...).

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

