

Carta macro septiembre 2025

Estados Unidos: A pesar de que la inversión en IA sigue fuerte, no vemos razones para ser demasiado optimistas ni con el consumo privado ni con el sector inmobiliario. Así las cosas, la FED bajará tipos casi seguro este mes de septiembre, lo que, al menos en el corto plazo, podría ayudar a prolongar el optimismo en la renta variable americana. Seguimos sin ver atractivo ni en el dólar ni en los treasuries. A nivel de riesgos, nos preocupan bastante los ataques de Trump a la independencia de la FED; y, desde una perspectiva temporal quizás algo más amplia, tampoco nos gusta nada el enorme déficit público estadounidense.

Eurozona: sin olvidar los riesgos (impacto negativo de los aranceles sobre las exportaciones, graves problemas políticos y presupuestarios en Francia...), somos positivos con el crecimiento de la región a partir del cuarto trimestre (el consumo privado goza de fundamentos sólidos, los balances corporativos están en muy buena forma, el impulso fiscal alemán empezará a notarse más pronto que tarde, los tipos reales a largo plazo son reducidos, los riesgos de inflación son más bien a la baja y eso otorga margen de maniobra para que el BCE pueda bajar tipos si el crecimiento se atasca...).

UK: aunque la situación presupuestaria es compleja y eso invita a la prudencia, confiamos en que el gobierno británico vaya a ser capaz de presentar un presupuesto razonable este otoño.

Asia ex Japón: nos sigue gustando mucho la mezcla entre crecimientos económicos sólidos y fuerte compromiso con la estabilidad macroeconómica que caracteriza a la mayoría de los países de esta región. Una FED más dovish es también una gran noticia para la región.

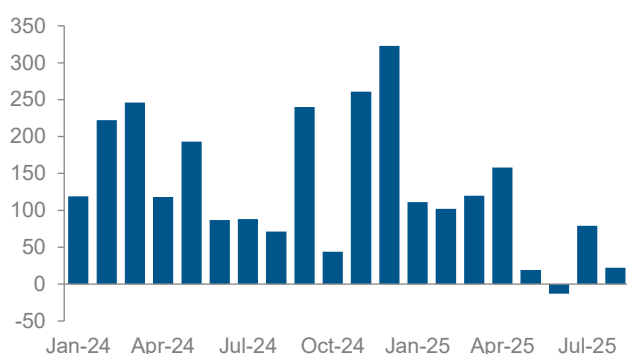
Japón: aunque los datos de actividad, precios y salarios están yendo en la dirección correcta, nos cuesta ponernos muy positivos con el país. Por un lado, porque, a pesar de que los tipos siguen próximos a cero, el hecho de que no aparezcan signos de recalentamiento económico es un signo de que el tipo neutral sigue siendo muy bajo, lo que claramente limita el carry sostenible que puede generar el yen. Por otro lado, porque tampoco nos atrae demasiado el fuerte endeudamiento público japonés.

Estados Unidos

Esperamos un crecimiento sólo moderado del consumo privado en los próximos trimestres: los salarios reales, por culpa de los aranceles, van a dejar de crecer de forma casi inmediata; los precios de las casas están cayendo; la creciente debilidad del mercado de trabajo está afectando a los niveles de confianza; la agresiva expulsión de inmigrantes supone una caída en el número de consumidores...

Gráfico 1

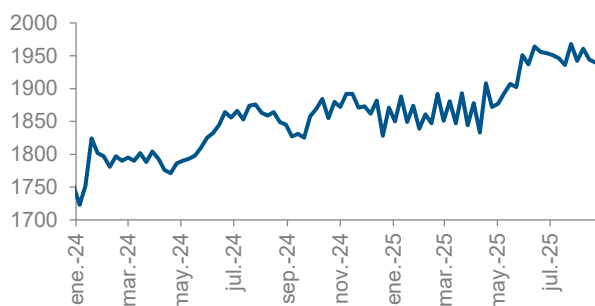
Creación de empleo mensual en Estados Unidos



Fuente: elaboración propia.

Gráfico 2

Peticiones continuas de subsidio EE. UU.



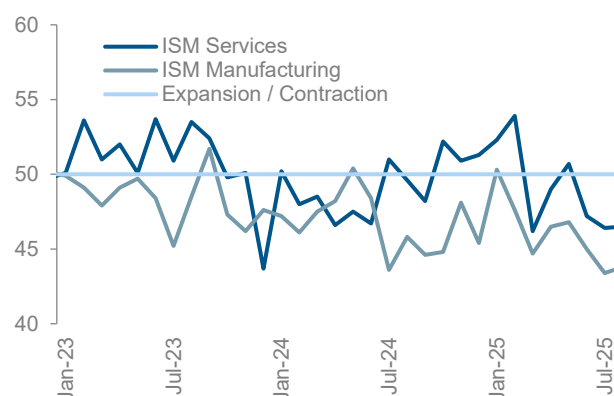
Fuente: elaboración propia.

También nos cuesta ser optimistas con la inversión residencial: los relativamente elevados tipos de interés a largo plazo limitan la demanda de vivienda. Además, existe ya un apreciable parque de viviendas vacías y, por tanto, los incentivos a construir no son especialmente elevados. Y, para poner la guinda, los altos costes de producción y la desaparición de inmigrantes reducen la capacidad del sector de producir viviendas a precios asequibles para el consumidor promedio...

Así las cosas, y a pesar de la fortaleza que muy probablemente siga mostrando la inversión en temas relacionados con la IA, vemos una demanda agregada más bien débil. La buena noticia, en todo caso, es que esta falta de pulso por el lado de la demanda favorece un impacto sólo temporal de los aranceles sobre la inflación, lo que a su vez abre la puerta a bajadas de tipos por parte de la FED. En este sentido, es altamente probable que la FED baje tipos este mismo mes y que se puedan ver rebajas adicionales antes de que acabe el presente ejercicio.

Gráfico 3

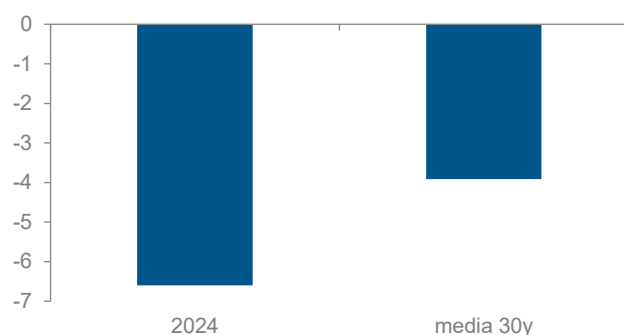
Componente de empleo en el ISM



Fuente: elaboración propia.

Más allá de lo anterior, y aparte de la sensación de inestabilidad permanente generada por Trump, en el caso de la economía americana nos preocupan especialmente dos cosas. Por un lado, que los ataques a la independencia de la FED pudieran terminar por minar la credibilidad de la institución. Por otro lado, nos siguen preocupando también los muy elevados niveles de déficit y deuda públicas prevalentes en el país (aunque esto segundo ha perdido un poco de urgencia en el corto plazo visto que tanto los mercados como las agencias de rating parecen contentarse, al menos de momento, con el hecho de que los ingresos por aranceles vayan a compensar el coste presupuestario de la Big Beautiful Bill de Trump).

Gráfico 4

Déficit público/PIB en Estados Unidos

Fuente: elaboración propia

Los riesgos a los que se acaba de hacer mención, de materializarse, podrían derivar en una subida apreciable del *term premium* de la curva americana, en una fuerte depreciación adicional del dólar y en correcciones no menores en la renta variable americana. A su vez, en un contexto como el ya comentado más arriba, en el que la previsible falta de crecimiento de los salarios reales, la incertidumbre y la caída de los precios de las casas están amenazando con sesgar a la baja el crecimiento del consumo privado, no es para nada imposible que unos tipos reales a largo plazo demasiado elevados, unidos a una caída suficientemente grave de la bolsa americana, pudieran llevar a la economía americana al borde de la recesión.

Gráfico 5

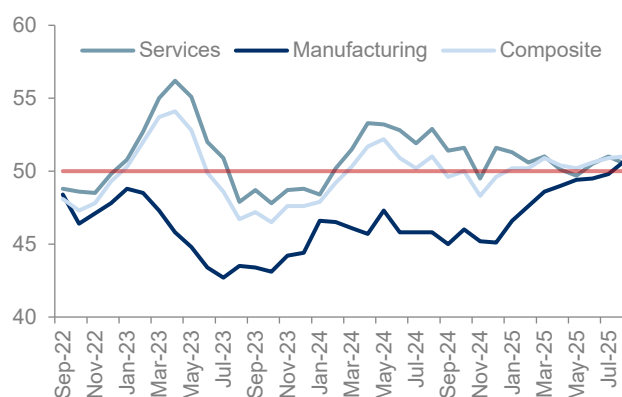
Expectativas confianza consumidores (Univ. Michigan)

Fuente: elaboración propia.

Eurozona

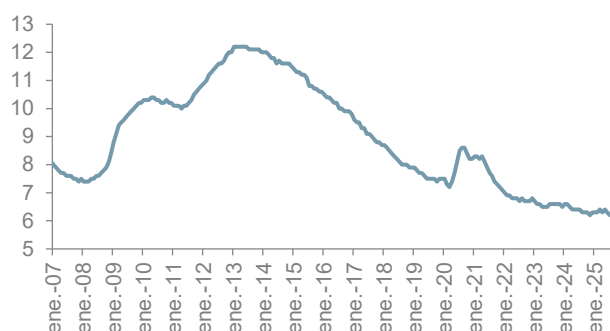
Aunque los aranceles, la fortaleza del euro y la incertidumbre generada por la complicada situación política y presupuestaria en Francia están sesgando a la baja el crecimiento en el muy corto plazo, vemos motivos para un cierto repunte económico en la Eurozona en los próximos trimestres. Primero, porque el consumo privado goza de fundamentos muy sólidos (baja deuda de las familias, paro muy reducido, salarios creciente claramente por encima de la inflación, tasas de ahorro saludables, los precios de las casas crecen...); segundo, porque los balances corporativos están en muy buena forma (y eso pone un suelo a la evolución de la inversión corporativa); tercero, porque el muy fuerte impulso fiscal que va a poner en marcha Alemania no va a tardar mucho en empezar a notarse; cuarto, porque los tipos reales a largo plazo son bajos (y suponen por tanto un impulso para el consumo y la inversión); quinto, porque, aunque la situación presupuestaria en Francia es enormemente complicada y no tiene para nada una fácil solución, el riesgo de que eso produzca un contagio importante en otras partes de la Eurozona es hoy claramente menor que en el pasado (en efecto, la situación fiscal en muchos otros de los “sospechosos” habituales ha mejorado de forma muy apreciable de un tiempo a esta parte); y, sexto, porque los precios de las materias primas energéticas parecen controlados y eso es sin duda una noticia positiva para una región importadora como la nuestra.

Gráfico 6

PMI Eurozona

Fuente: elaboración propia.

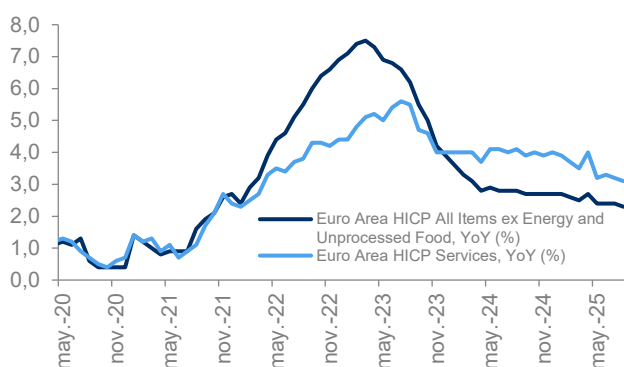
Gráfico 7

Tasa de paro Eurozona

Fuente: elaboración propia.

Aunque el BCE mantendrá los tipos constantes en septiembre, los riesgos de inflación en la Eurozona son hoy mucho más a la baja que al alza. Eso genera mucho margen para que el BCE pueda bajar tipos más adelante si el crecimiento europeo se quedara atascado claramente por debajo del potencial (conviene tener presente en este sentido que, fuera de EE.UU., los aranceles de Trump son un shock negativo de demanda externa con efectos claramente desinflationistas y que, por tanto, no resta capacidad de maniobra a los bancos centrales).

Gráfico 8

Inflación subyacente en Eurozona

Fuente: elaboración propia

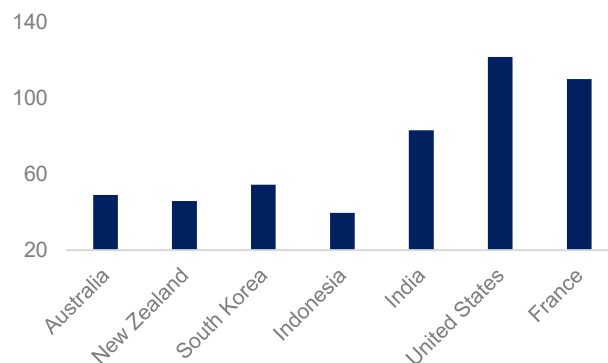
Relacionado con lo anterior, vemos razonablemente probable que el euro pudiera experimentar un cierto movimiento de depreciación en lo que queda del año contra muchas divisas no dólar (en los últimos meses, el euro ha tendido a apreciarse contra todo en cuanto

que divisa “sustituta cercana del dólar” pero creemos que este movimiento podría perder fuerza en los próximos meses, a medida que el mercado se dé cuenta que hay países que actualmente ofrecen un entorno retorno-riesgo muy atractivo: carry elevado y sostenible; inflaciones bajo control; apreciable fortaleza presupuestaria...). Por lo demás, en un escenario como el comentado, seguimos apostando por duraciones bajas en Europa y continuamos viendo valoraciones razonables en el equity de nuestra región.

Asia ex Japón

A nivel macro, Asia ex Japón sigue siendo nuestra región favorita (la actividad económica se mantiene dinámica; las inflaciones están en general muy cerca, o por debajo de los objetivos de los bancos centrales; la situación presupuestaria es, en la gran mayoría de los casos, claramente más sólida que la de muchos países occidentales; este grupo de países va a ser de los más beneficiados de una FED más dovish...).

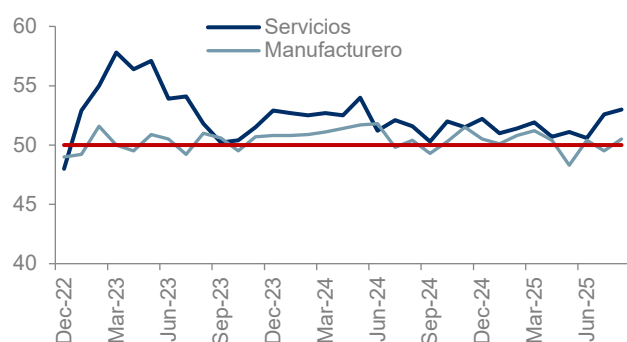
Gráfico 9

Deuda sobre PIB

Fuente: elaboración propia

En China, los datos de actividad continúan aguantando (PMIs razonablemente positivos en agosto, exportaciones con buen comportamiento si se excluyen las dirigidas a Estados Unidos, sector inmobiliario conteniendo el ritmo de contracción...). Al mismo tiempo, es también positivo constatar que las autoridades siguen dispuestas a adoptar todos los estímulos que sean necesarios; y también genera una cierta tranquilidad el hecho de que el conflicto comercial con Trump, al menos de momento, no parezca ir a peor. Así las cosas, continuamos pensando que el gigante asiático conseguirá crecer cerca del objetivo del 5% durante 2025.

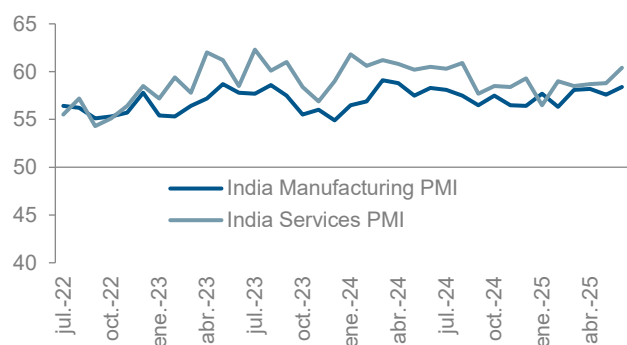
Gráfico 10
PMI Caixin China



Fuente: elaboración propia.

India consiguió crecer cerca del 8% interanual durante el segundo trimestre. Es cierto que los aranceles del 50% impuestos por Trump van a tener un efecto claramente negativo sobre el crecimiento indio en los próximos trimestres, pero también es verdad que lo más probable es que el impacto sea asumible, al menos por tres razones. Primero, porque India es una economía relativamente cerrada, cuyo desempeño económico depende sobre todo de una demanda interna que goza de importantes vientos de cola. Segundo, porque las autoridades del país han rebajado recientemente el IVA, lo que ayudará a impulsar el consumo. Y, tercero, porque, vista la aproximación estratégica entre China, India y Rusia, creemos que lo más probable es que Trump no tarde mucho en encontrar una disculpa que le permita reducir al menos un poco ese arancel del 50%, como vía para volver a aproximar a India a la órbita de influencia de los Estados Unidos.

Gráfico 11
PMI manufacturero y servicios India



Fuente: elaboración propia

Reino Unido

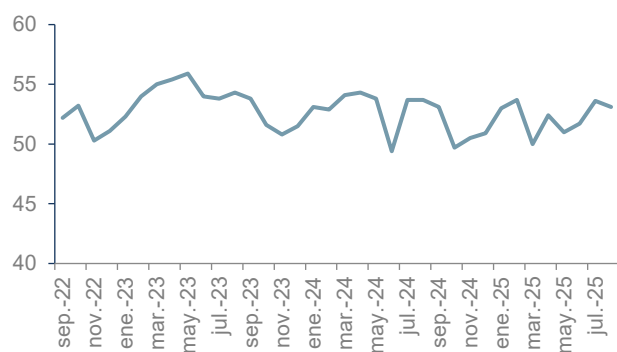
Aunque la deuda británica viene estando sometida a bastante presión por parte de los mercados durante las últimas semanas, creemos que el gobierno será capaz de presentar un plan presupuestario creíble antes de que finalice el presente ejercicio.

A su vez, una política fiscal más contractiva debería ayudar a rebajar las presiones inflacionistas, creando margen de maniobra para que el Banco de Inglaterra pueda rebajar los tipos de interés y reducir el ritmo de venta de bonos durante los próximos meses. Ni que decir tiene que, si las cosas van en la línea que se acaba de comentar, la curva de gobierno británica podría estar ofreciendo un punto de entrada atractivo (aunque nosotros, por prudencia, preferimos mantenernos a la espera de confirmar que, efectivamente, el ejecutivo laborista se muestra valiente con el presupuesto del año que viene).

Japón

Los datos de actividad vienen sorprendiendo al alza en el período reciente:

Gráfico 12
PMI Servicios Japón



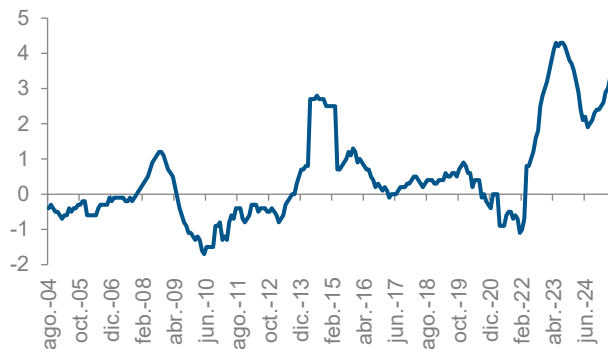
Fuente: elaboración propia.

Esa circunstancia, unida a la positiva evolución de la inflación subyacente y (más recientemente) de los salarios, apunta a que el BOJ podrá subir tipos antes de que acabe el ejercicio.

bolsa japonesa.

Gráfico 13

Inflación ex alimentación fresca y energía Japón (YoY)



Fuente: elaboración propia.

Pese a lo anterior, no vemos demasiado atractivo ni en el yen ni en la deuda pública japonesa. En relación con el primero, el hecho de que, con tipos casi cero, la economía japonesa no sea capaz de recalentarse podría ser una muestra de que el tipo neutral en Japón, y por tanto también el carry sostenible de su divisa, siguen siendo muy bajitos. En relación con los bonos de gobierno, nos preocupan los muy altos niveles de deuda pública que caracterizan al país. Por lo demás, viendo también que los niveles actuales de valoración son ya exigentes, tampoco nos atrae demasiado la