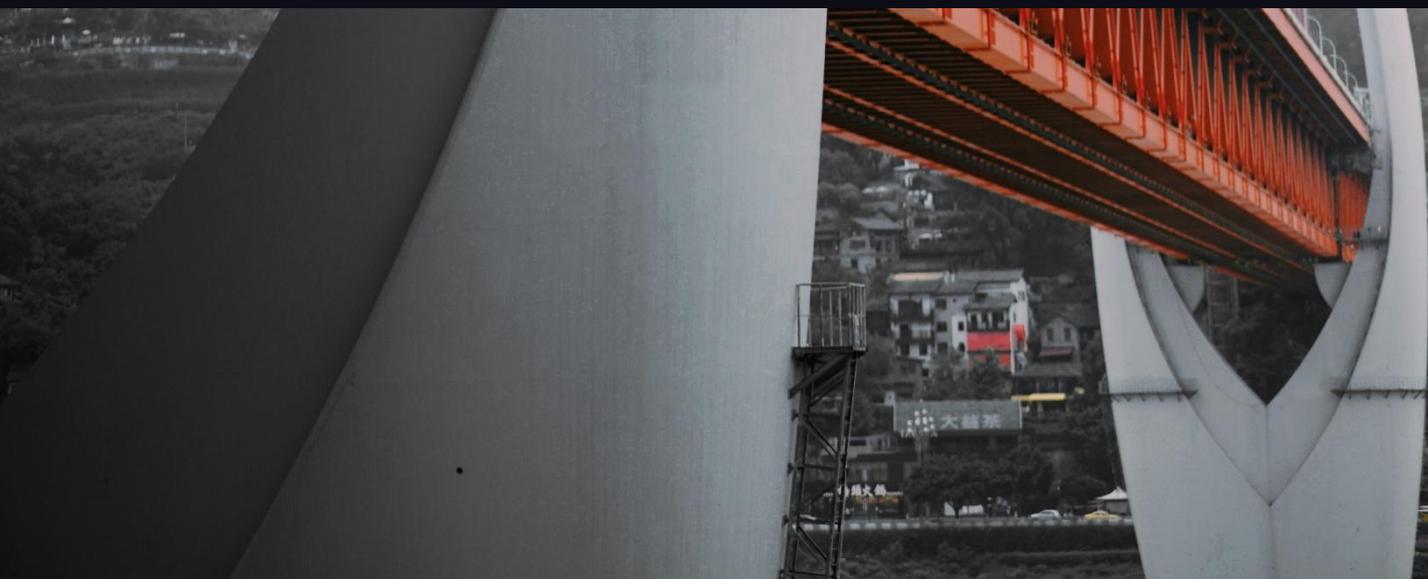


# Comentario Mensual Macroeconómico

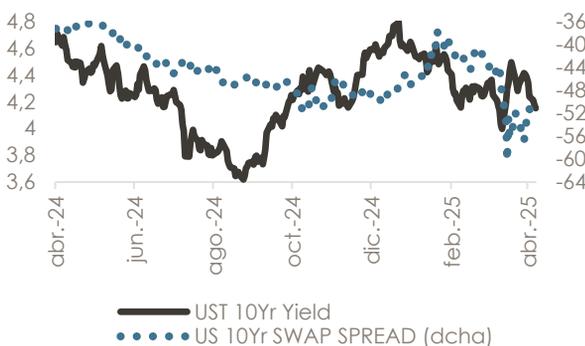
Mayo 2025





El pasado 2 de abril tuvo lugar el acontecimiento más importante del año y el que ha supuesto un impacto más disruptivo en los mercados desde la pandemia, el anuncio de los aranceles americanos. Aunque, continuando con su política errática en este campo, la administración Trump ha relajado considerablemente la magnitud del anuncio original, excepto a China. El shock del “liberation day” produjo inicialmente una rápida devaluación del dólar contra el euro y yen japonés y una bajada acelerada de los tipos en toda la curva, un bull steepener de manual. A su vez, el S&P 500 entró en territorio bajista, con caídas de más del 20% desde máximos. Pocos días después, con el bono a 10 años por debajo del 3,95% tuvo lugar un reversal tremendo, los peores tres días de pérdidas para el mercado de Treasuries desde principios de los 80. Para los que dábamos por garantizado el valor refugio del dólar americano y de los Treasuries, la ruptura de las correlaciones de riesgo tradicionales fue alarmante. Bear steepener, swap spreads en récord negativo y el USD rompiendo barreras técnicas a la baja, todo a la vez, un shock a los cimientos del mercado de los últimos 50 años.

**Gráfico 1: TIR Bono Americano a 10 años y Swap Spreads**



Fuente: Bloomberg. Datos a 30/04/2025.

¿Que ocurrió? Descartamos de inicio que el USD vaya a perder su ventaja como activo de reserva de un día para otro. No olvidemos que la economía americana es tan grande como las cuatro siguientes combinadas, y que no hay comparación en el tamaño y profundidad de los mercados financieros americanos con el resto.

La pérdida drástica de liquidez y la magnitud del movimiento tienen razones estructurales. Se ha hablado de varias posibles causas, aquí intentamos analizar cuáles fueron las más probables:

1) Basis trade: aunque ha sido muy comentado como posible causa, no vemos como esta puede haber sido la razón principal. El volumen operado en el CME de todos los contratos subió significativamente entre el 2 y el 10 de abril, pero no hubo una caída reseñable del open interest ni, más importante, una reducción de las posiciones cortas no comerciales (CFTC).

**Gráfico 2: Open Interest. CME Futures Bonos Americanos.**



Fuente: Bloomberg. Datos a 30/04/2025.

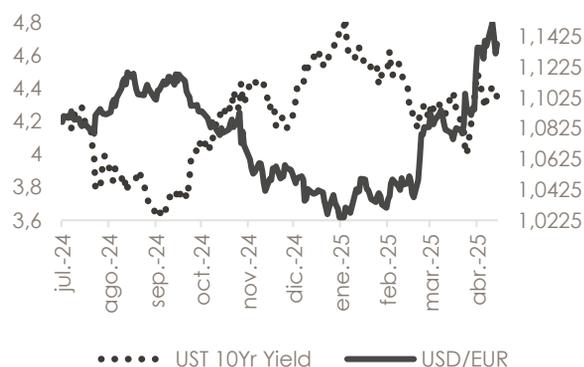
2) Long swap spreads: esto tiene más sentido, un trade muy popular este año entre las tesorerías bancarias en anticipación a la reforma de los ratios de capital brutos (SLR). Una desinversión acelerada acompañada por un aumento de la preferencia por la liquidez puede haber generado los 50 puntos básicos de ampliación del TIR del bono a 10 años desde el 4 al 11 de abril, además de explicar en gran parte la súper brusca ampliación de la prima por duración (+38 puntos básicos 2v10, +50 puntos básicos 2v30).

3) Venta por parte de extranjeros: es posible que se hayan producido ventas privadas de magnitud, pero no creemos que hayan sido ventas significativas por parte de bancos centrales. Estos están mayoritariamente posicionados en plazos cortos y medios, hubiéramos visto un movimiento mucho más fuerte del segmento 3-5 años.

4) Ventas locales. Esto ha sido al menos confirmado por las encuestas de posicionamiento de hedge funds y asset managers. Se observa una brusca reducción de tenencias con duración superior a 7 años, en las dos primeras semanas de abril.

La confluencia de múltiples factores técnicos en un contexto de extremada incertidumbre llevó a movimientos tan grandes en la curva. No creemos que suponga un cambio radical en la estructura de tenencias de bonos del tesoro americano, pero sí que es probable que el nivel de equilibrio de la prima de riesgo por duración haya aumentado considerablemente.

### Gráfico 3: El dólar americano, ¿activo refugio?



Fuente: Bloomberg. Datos a 30/04/2025.

Las consecuencias de la impredecibilidad en las políticas de la administración Trump ya se están haciendo notar en la actividad económica. Las cifras del primer trimestre están tintadas por el fenómeno del que ya advertíamos en anteriores informes: el adelantamiento de importaciones. La primera lectura del PIB del primer trimestre en EE.UU. indica que la economía americana se contrajo un 0,3%, el primer número negativo de la serie desde el 2022. El saldo externo neto detrajo casi un 5%, con inventarios también detrayendo por encima de la media histórica. Sólo un resultado excepcional de la formación bruta de capital fijo evitó un resultado mucho peor. Fuera de EE.UU. la mejora en la producción industrial y exportaciones en China, Alemania y Francia pueden asociarse al fenómeno de adelantamiento de exportaciones. Sin embargo, los PMIs e índices de confianza del consumidor publicados en las últimas semanas apuntan a una deceleración de la actividad económica global. Todas las métricas futuras de expectativas, órdenes y confianza empresarial han experimentado bajadas muy significativas.

El sector servicios, la clave de la reactivación económica desde la pandemia, se ha visto especialmente afectado. En el caso particular de EE.UU. se empiezan a apreciar claros signos de disrupción en las cadenas de suministro. El colapso del comercio con China se refleja en un 35-45% de caída en la actividad portuaria de la Costa Oeste (LA-Long Beach, Seattle) pero es que los puertos de la Costa Este también están registrando una caída media del 20% interanual, con el consiguiente deterioro de la actividad logística, empresas de transporte por carretera y ferrocarril sufriendo por falta de mercancía. Con las líneas aéreas anunciado una caída del tráfico aéreo, el sector servicios empieza a apuntar a un deterioro del consumo. Todavía creemos que hay un 50% de probabilidad de que EE.UU. evite entrar en recesión, pero todo dependerá de que se clarifique el nuevo régimen comercial, lo cual dado el nivel de acuerdos bilaterales que se están negociando puede aún durar varios meses. Todavía existe la incertidumbre de cual va a ser el régimen finalmente aplicado a China. Incluso para una administración que tiene el desacoplamiento estratégico de China como uno de sus objetivos de comercio exterior, la dificultad práctica de aplicar este tipo de políticas tiene que estar en la mente de Bessent, Lutnick y Grier, ahora que han visto los efectos secundarios. Antes del Liberation Day el consenso era aranceles del 35-50% para el gigante asiático, sin embargo, ahora es difícil predecir cual va a ser la tasa media final. Incluso hay dudas sobre cual va a ser el arancel final para la UE, dada la aparente falta de negociaciones por el momento.

Las condiciones financieras han mejorado drásticamente desde la semi suspensión de los aranceles ex-China, las bolsas americanas han recuperado las pérdidas acumuladas desde el dos de abril, los OIS forwards anticipan una tasa terminal de 3,3% para la Fed y del 1,55% para la Eurozona, -100 y -62 puntos básicos respectivamente con respecto a lo actual y los diferenciales de crédito están cerca también de los niveles del cierre del primer trimestre después de una volatilidad enorme en la primera mitad de abril. Pero ¿está justificada esta euforia? En Europa, el BCE no puede permanecer indiferente a la revisión de las expectativas de crecimiento que se han producido, sobre todo en Alemania, especialmente con la inflación mucho más cerca del objetivo que en EE.UU. El principal punto de optimismo a medio plazo es el impulso de crédito, mucho más dinámico en la Eurozona que en EE.UU., donde lleva estancado casi tres años y donde se están empezando a ver los primeros signos de estrés en el opaco mundo del private credit/leveraged finance.

Para la Fed el desafío es complejo. Todavía no se observa en los datos de empleo un deterioro suficiente para justificar una bajada de tipos de interés en junio. El colapso de los precios del petróleo da cierto grado de confort a los bancos centrales desde el punto de vista inflacionario, pero en EE.UU. la inflación subyacente es todavía demasiado elevada. Hay ya evidencia de subidas generalizadas de bienes, pero shocks de oferta de este tipo son transitorios, un aumento del nivel de precios no tiene por que generar un cambio al alza de la tasa una vez que el shock desaparece de los números interanuales. El tipo de inflación de oferta que se vio en el 2022 es muy improbable que ocurra, pero cuanto más tiempo se tarde en definir el régimen arancelario más riesgo hay de que las expectativas inflacionarias al alza se asienten.

### Renta Fija y divisas

El binomio USD-Treasuries se ha mantenido mucho más estable en la segunda mitad de abril, pero el USD todavía es vulnerable a movimientos de repatriación, tal y como hemos visto recientemente con las monedas asiáticas, particularmente el nuevo dólar taiwanés. En general creemos que los diferenciales de tipos favorecen un posicionamiento moderado en USD, considerando además el sentimiento negativo en el mercado contra la moneda americana. También seguimos viendo bastante valor en JPY contra EUR.

La extremada volatilidad de los últimos dos meses ha dejado las curvas de referencia con una pendiente muy elevada en relación con nuestros modelos de valor. En EE.UU., a pesar de que creemos que la curva tiene un exceso de pendiente de 25-30 puntos básicos 2v10 años, y al menos 45 puntos básicos 2v30 años, no vemos todavía el momento de sobre ponderar duración. Aún necesitamos ver un deterioro del empleo para compensar el riesgo de divisa en la parte larga de la curva. En la Eurozona es difícil encontrar valor en el 2 años alemán a estos niveles, la duración está mucho más atractiva aquí. Además, después de los últimos movimientos, algunas primas de riesgo nos parecen caras, Francia dada la incertidumbre política que creemos se avecina e Italia, se han ajustado mucho en las últimas semanas. Observamos más valor en el segmento 7-10 años en general, y favorecemos algunos cruces como Países Bajos e Irlanda contra Alemania, Bélgica contra Francia y España contra Italia. Además de sobreponderar Finlandia y Austria.

En crédito, el mercado ha recuperado la mayor parte de lo perdido en las dos primeras semanas de abril, a pesar de la caída en el flujo de fondos, una de las mayores de los últimos años. La favorable situación de oferta neta del primer trimestre redujo el impacto de las salidas y permitió una rápida recuperación de los diferenciales. Sin embargo, nos mantenemos bastante escépticos sobre las valoraciones a estos niveles. Es improbable que el de abril sea el único episodio de volatilidad que tengamos este año y los diferenciales de crédito no reflejan el riesgo de una caída significativa de la actividad económica global. Históricamente, el crédito se ha adelantado al mercado de acciones anticipando un deterioro de los beneficios y de las métricas de crédito, pero esta vez creemos que las valoraciones, en particular el high yield, no reflejan los riesgos a corto plazo. Las valoraciones de la deuda subordinada, concretamente los ATIs, que sufrieron terriblemente durante los peores momentos de volatilidad, también están de vuelta a niveles que dejan escaso margen de mejora. Esperamos una subida de los diferenciales medios para el final del tercer trimestre de 40-50 puntos básicos en high yield y de 15-20 en investment grade.

**Tabla 1: Evolución diferenciales crédito EUR.**

High Yield	30/04	Δ 01/04	Δ 3meses	Δ 6meses
iTraxx Xover	350.2	+23.9	+56.5	+30.2
IHYG ETF	406.1	+37.1	+60.7	+40.0
BB Cash	351.9	+28.9	+60.4	+55.2
Fins Sub	198.6	+24.8	+43.0	+10.8
Inv. Grade	30/04	Δ 01/04	Δ 3meses	Δ 6meses
iTraxx IG	68.2	+4.6	+14.0	+8.5
Itraxx Sub Fin	125.6	+6.6	+20.4	+9.5
Itraxx Snr Fin	71.8	+3.5	+12.2	+6.4
IEAC ETF	119.0	+10.6	+22.5	+6.7
BB Cash	94.6	+9.7	+17.4	+11.1
Fins Sen	95.8	+10.5	+19.8	+11.7
Fins Sub	155.1	+16.2	+33.7	+16.9

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/04/2025.

### Renta Variable

Después de periodos de intensa volatilidad, hay que ser conscientes que la volatilidad es recurrente y que los mercados tienden a recuperarse. Si tomamos el conflicto arancelario del primer mandato de Trump como ejemplo, tras el pánico inicial, el S&P500 se recuperó fuertemente en 2019. Hay que recordar que la rentabilidad de la renta variable es

especialmente sólida después de fuertes caídas. Un dato clave es que la rentabilidad media a doce meses del S&P500 después de una caída del 15% o superior ha sido del 52%. De hecho, las correcciones (caídas del 10% o más) no siempre se convierten en mercados bajistas prolongados. Son más frecuentes caídas interanuales de menor magnitud (entre un 5% y un 10%) que son fácilmente recuperables en uno o dos ejercicios posteriores. Un enfoque a largo plazo es crucial para poner en perspectiva los períodos bajistas. Aunque los cambios actuales parezcan trascendentales, hay que recordar que el comercio como porcentaje del PIB global se ha mantenido relativamente estable desde la crisis financiera mundial de 2007-2009. Es improbable que EE.UU. vuelva a ser una potencia manufacturera, pero también es improbable que la administración Trump busque ese fin absoluto. Otra cosa es si los aranceles puedan conseguir lo que se espera de ellos, un repunte significativo en el empleo industrial y recaudación que compense, en relación al PIB, una bajada de impuestos como la que se esta planeando.

Es evidente que se ha disparado la percepción de riesgo, pero, a pesar de la incertidumbre, mantenemos un prudente optimismo en renta variable, con una preferencia por la estadounidense y una reciente ampliación de posiciones en renta variable de Europa. La realidad actual muestra unos resultados muy

positivos de las compañías del S&P500 en el primer trimestre del 2025. A la hora de redactar este informe, ya han publicado el 72% de las empresas del índice y, en media, los beneficios crecen un 13% año a año y las ventas al 4%. Un 80% de las empresas han batido previsiones. Los mayores crecimientos de beneficios por sectores han sido en healthcare con un +52%, comunicaciones +28%, consumo discrecional +17% y tecnología un +13%. El consenso de mercado estima un crecimiento de beneficios del 11% en 2025 y del 13% en 2026.

Los catalizadores para un mercado alcista serán los acuerdos arancelarios que reduzcan los aranceles, entre ellos la reducción a China hasta el 50% desde el 110% efectivo actual y la reducción de impuestos del presupuesto del 2026.

En Europa, han reportado un 45% de las empresas del Stoxx 600 con el 55% batiendo expectativas. Los mayores crecimientos de beneficios por sectores se produjeron en tecnología, +29%, comunicaciones +28% y Utilities, +14%. El consenso que espera el mercado es que los beneficios crezcan un 8% en 2025 y un 13% en 2026.

**Tabla 2: Expectativas Datos Macro**

	USA	Eurozona	Alemania	Francia	Italia	España	China	Japón
<b>PIB YOY % - 2025</b>	<b>1,00%</b>	<b>0,70%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,50%</b>	<b>2,30%</b>	<b>4,40%</b>	<b>1,0%</b>
PIB YOY % - 2026	1,50%	1,15%	1,10%	1,0%	0,90%	1,90%	4,30%	0,90%
<b>IPC YOY % - 2025</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,00%</b>	<b>2,20%</b>	<b>1,00%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,40%</b>	<b>0,40%</b>	<b>2,65%</b>
IPC YOY % - 2026	2,8%	2,15%	2,00%	1,60%	1,7%	2,00%	0,90%	1,90%
<b>Tasa de desempleo - 2025</b>	<b>4,5%</b>	<b>6,50%</b>	<b>6,30%</b>	<b>7,50%</b>	<b>6,30%</b>	<b>10,8%</b>	<b>5,20%</b>	<b>2,50%</b>
Tasa de desempleo - 2026	4,5%	6,30%	6,20%	7,50%	6,20%	10,5%	5,10%	2,40%
<b>Cuenta corriente % PIB - 2025</b>	<b>-3,9%</b>	<b>2,30%</b>	<b>4,9%</b>	<b>0,00%</b>	<b>1,30%</b>	<b>2,60%</b>	<b>1,250%</b>	<b>4,40%</b>
Cuenta corriente % PIB - 2026	-3,6%	2,10%	4,7%	0,00%	1,40%	2,50%	1,00%	4,20%
<b>Presupuesto en % PIB - 2025</b>	<b>-6,15%</b>	<b>-3,30%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-5,60%</b>	<b>-3,50%</b>	<b>-2,90%</b>	<b>-5,70%</b>	<b>-3,50%</b>
Presupuesto en % PIB - 2026	-6,25%	-3,25%	-3,25%	-5,30%	-3,10%	-2,70%	-5,70%	-3,25%
<b>Rating</b>	<b>Aaa / AA+</b>		<b>Aaa / AAA</b>	<b>Aa3 / AA-</b>	<b>Baa3 / BBB+</b>	<b>Baa1 / A</b>	<b>A1 / A+</b>	<b>A1 / A+</b>

Este documento no es una recomendación de compra, aconsejamos a 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 sí o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de esta.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Anta Asset Management SGIIC: [www.anta-am.com](http://www.anta-am.com)

Anta Asset Management SGIIC es una Sociedad gestora con el CIF A-13937453 y registrada en la CNMV con el número 288.