

Outlook & Convictions

BANCA PRIVADA

N.º 13



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Impressum

Director de la publicación: Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking & CIO

Redactor jefe: Hervé Prettre, Head of Global Investment Research

Coordinadora de edición: Ariane Girouard

Redacción finalizada el 10 de abril de 2025

Creación y realización: Edmond de Rothschild

Imágenes: Edmond de Rothschild, Unsplash, AdobeStock

Editorial por Nicolas Bickel, (CFA)	4
Materias primas por Manuel Maleki, Phd. Las dudas sobre la oferta y la demanda tiran a la baja de los precios en el primer trimestre	6
Renta variable por Hervé Prettre y Emilie Magnien Contra todo pronóstico, Europa supera a Estados Unidos	9
Europa por Hervé Prettre Los bancos europeos siguen destacando	12
Estados Unidos por Anthony Toupin Los 7 Magníficos o Los 7 Maléficos: ¿ha llegado el fin del liderazgo absoluto?	15
Artículo especial por Hervé Prettre y Darius Bakhtari El despertar de la Europa de la defensa y de la industria frente al aislacionismo de Trump	18
Mercados emergentes por Xiadong Bao ¿Dónde se esconde el crecimiento?	23
Renta fija por Guilhem Savry Fin al tope del endeudamiento alemán: ¿cómo afectará esto al mercado europeo de renta fija?	26
Mercados privados por Matthieu George, (CFA) La liquidez en los mercados privados, un indicador clave	29
Divisas por Jean-Marc Guillot De la versatilidad política a la volatilidad de los mercados	32



por **Nicolas Bickel, (CFA)**

Responsable Inversiones Banca privada
Inversiones Banca Privada Grupo & CIO

Los mercados financieros habían comenzado el año con grandes esperanzas, en parte vinculadas a las promesas de Donald Trump de bajar impuestos y aplicar medidas ultraliberales. Hay que reconocer que, ante las dilaciones de la nueva Administración estadounidense y los nuevos aranceles anunciados a principios de abril, los inversores han perdido parte de su paciencia y confianza.

Desde principios de año, los mercados han registrado varios cambios de tendencia, influidos principalmente a raíz de las decisiones adoptadas por el Gobierno estadounidense, que culminaron con el anuncio de aranceles masivos a prácticamente todos los países. Quizá el más llamativo sea el de las acciones estadounidenses con las valoraciones más elevadas, que se han visto especialmente afectadas por las recientes fluctuaciones del mercado. Esto es particularmente notable en los sectores de la tecnología y la Inteligencia Artificial (IA), que han sido catalizadores clave del mercado en los dos últimos años. Los títulos defensivos y con valoraciones bajas también han resistido mejor desde principios de año, mientras que los valores de crecimiento y las empresas internacionales —los líderes de los últimos años— han salido muy mal parados, sobre todo desde mediados de febrero.

En este contexto, asistimos al final de la Pax Americana, un periodo de relativa estabilidad mundial bajo la influencia dominante de Estados Unidos y garantizada por su defensa militar.

Además, los reiterados ataques del presidente Trump a los aliados históricos y principales socios comerciales de Estados Unidos provocaron reacciones políticas muy contundentes, sobre todo en Europa, como propuestas de excepciones presupuestarias para aumentar el gasto en defensa de los

países europeos y el gasto en infraestructuras en Alemania, lo que apuntaló fuertemente las acciones de estos sectores antes del envite provocado por el *Liberation Day*. Estos anuncios elevaron las expectativas de inflación a largo plazo y debilitaron la percepción de solvencia, sobre todo de Alemania, que vio cómo sus tipos a diez años subían temporalmente hasta el 2,9 %, su nivel más alto desde 2011, con unos tipos reales por encima del 0,9 %. Es probable que los rendimientos de la deuda pública europea se muevan en una horquilla más elevada a partir de ahora debido a este nuevo entorno de aumento de los déficits. Los inversores priorizaron la renta variable europea, con valoraciones más baratas que su homóloga estadounidense, y se reposicionaron en títulos cíclicos, concretamente en aquellos con una marcada exposición nacional frente al riesgo de aranceles. Es, sobre todo, el aumento de las valoraciones lo que ha impulsado a la renta variable europea desde principios de año, más que el crecimiento de los beneficios por acción. Estos superaron ligeramente las expectativas del mercado, impulsados en gran medida por las empresas exportadoras y la debilidad del euro.

Estos cambios de tendencia en los mercados financieros, reflejados sobre todo en la rentabilidad superior de Europa en el primer trimestre y en la extrema volatilidad de los mercados de renta variable, ¿son el inicio de una tendencia subyacente o un epifenómeno directamente relacionado con el actual clima de incertidumbre?

Observamos que muchos indicadores, como las previsiones de crecimiento del PIB y los indicadores de confianza en EE. UU., se han deteriorado. Los indicadores de confianza de los consumidores estadounidenses también se encuentran en mínimos de los últimos tres años, con claras expectativas de deterioro del empleo y reducción del gasto. En enero, la balanza comercial estadounidense registró un récord histórico de 153 000 millones de dólares de déficit, como consecuencia de las importaciones masivas de las empresas estadounidenses con anterioridad a las medidas arancelarias anunciadas a principios de abril, lo que hizo caer en picado las previsiones de crecimiento para el primer trimestre. En este contexto de marcada incertidumbre, el oro sigue anotándose nuevos récords de valoración, por encima de los 3000 dólares la onza, mientras que hace cinco años cotizaba a menos de la mitad. En

paralelo, el dólar se debilitó bruscamente frente a la mayoría de las divisas, incluido el euro, a pesar de que se suponía que los aranceles iban a apuntalarlo.

Los inversores que han mantenido un buen equilibrio entre renta variable y renta fija en sus carteras deberían estar tranquilos. De hecho, hemos asistido a un aumento de la correlación entre los tipos de interés y la renta variable durante el primer trimestre, sobre todo en Estados Unidos. Esto reforzó el atractivo de los bonos de alta calidad y del oro en una cartera diversificada y permitió compensar en parte la contribución negativa de la renta variable desde principios de año, limitando con ello la caída de las carteras.

Diversos estudios demuestran que los inversores, sobre todo los privados, aprovecharon el retroceso del mercado para reforzar sus posiciones en renta variable. La observación de importantes flujos de compra durante las recientes correcciones y los volúmenes récord de acciones negociadas, especialmente durante el repunte del 9 de abril, lo corroboran.

También deberíamos ser cautos a la hora de anunciar precipitadamente el fin de la rentabilidad superior de la renta variable estadounidense, ¡que viene sucediendo desde hace más de quince años!

Desde principios de año, la subida de los índices estadounidenses ha sido muy inferior a la de la renta variable europea. Sin embargo, los periodos de rentabilidad superior de la renta variable europea rara vez han durado más de unos pocos trimestres, y las divergencias de precios de la magnitud de las observadas a finales de 2024 solo se han producido en contadas ocasiones. Tras el despertar de Europa a principios de 2025, podríamos asistir al retorno de la excepcionalidad estadounidense en los próximos meses.

Los sobresaltos extremos de abril de 2025 nos han enseñado algunas lecciones. La decisión de Donald Trump de rebajar los aranceles de forma generalizada al 10 % durante un periodo de tres meses (salvo a China), en respuesta a las presiones de los grandes bancos y fabricantes y al repunte de los tipos de la deuda pública del país, parece haber tranquilizado, al menos temporalmente, a los mercados en cuanto a su capacidad de escucha a la economía y a las bolsas. Este elemento parecía cuestionado por su enfoque ideológico proteccionista, que presenta

claros riesgos para la economía (y para su popularidad) y señala el regreso de una cierta *Trump put* (opción de venta Trump) bastante positiva para la renta variable del país. Las tan esperadas bajadas de impuestos también deberían impulsar el consumo, motor clave del crecimiento en Estados Unidos.

Sin embargo, es probable que la recuperación de los mercados emergentes tras los anuncios de aranceles sea más lenta, ya que muchos de ellos (con la excepción de China) tienen poco margen para aplicar grandes planes de estímulo, a diferencia de los países desarrollados. Los próximos meses estarán marcados por las negociaciones bilaterales entre numerosos países y la Administración estadounidense. Entre medidas de represalia y reducciones voluntarias de los aranceles con la esperanza de suscitar una reacción positiva por parte de EE. UU., las perspectivas de una guerra comercial a gran escala aún no están claras.

En esta edición, presentamos nuestras convicciones sobre los mercados de renta variable y renta fija para este segundo trimestre de 2025. Analizamos el despertar de la Europa de la defensa, la industria y la banca frente al aislacionismo estadounidense y el futuro de los 7 Magníficos en este contexto. También analizamos las últimas tendencias en materias primas, divisas y países emergentes, y finalmente abordamos el tema de la liquidez en los mercados privados. En un entorno marcado por unos niveles de incertidumbre elevados, espero que la lectura de esta nueva edición le proporcione una visión enriquecedora de los mercados.



▶ Ver el video

Las dudas sobre la oferta y la demanda tiran a la baja de los precios en el primer trimestre

Como afirmábamos en el anterior *Outlook & Convictions*, la política, en particular la estadounidense, ha ejercido un efecto más que notable en los precios de las materias primas.



Petróleo: la incertidumbre lastra el precio del oro negro

El mercado del crudo sigue perfilándose muy volátil, con marcadas caídas de los precios. Entre enero y marzo de 2025, el precio del crudo Brent se dejó casi 10 dólares por barril, pasando así de más de 80 a 70 USD. Este descenso se debe tanto a factores fundamentales como geopolíticos. En el plano de las relaciones internacionales, la perspectiva de negociaciones entre Estados Unidos, Ucrania y Rusia, el segundo productor mundial con casi 10 millones de barriles diarios (véase el gráfico 1), abre la puerta a una posible relajación de las sanciones contra el petróleo ruso, lo que facilitaría su acceso al mercado mundial. Sin embargo, en paralelo, los inversores recibieron señales contradictorias sobre las relaciones entre Estados Unidos e Irán, marcadas por crecientes tensiones desde que Donald Trump asumió el cargo a finales de enero de 2025. Estas tensiones podrían provocar una reducción de las exportaciones de petróleo iraní, un país que produce casi 4 millones de barriles diarios; es decir, el 4 % de la producción mundial.

El comienzo del año también estuvo marcado por el anuncio de los países de la OPEP+ (la alianza que reúne a los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo, así como a una decena de otros países productores, entre ellos Rusia) de aumentar su producción. Los inversores se centraron principalmente en el anuncio de que la producción aumentaría a partir de abril, lo que contribuyó a la caída de los precios. No obstante, es importante señalar que la OPEP+ ha dejado claro que tendrá en cuenta las condiciones de mercado y que podría dar marcha atrás muy rápido si fuera necesario. Al representar más del 40 % de la producción mundial, la OPEP+ es un actor clave del mercado. Al igual que los bancos centrales, parece que durante mucho tiempo ha ido pegada a la actualidad (*data dependent*).

Sin embargo, el 3 de abril de 2025, la OPEP+ decidió aumentar su producción para castigar a los países díscolos, como Kazajistán, que no había respetado sus cuotas y había aumentado su producción. La combinación del anuncio de aranceles y este cambio de paradigma por parte del cártel provocó una fuerte caída de los precios, que pasaron de 70 USD/barril a poco más de 60 USD el 4 de abril de 2025.

Gráfico 1:
Producción de petróleo de los tres mayores productores en miles de barriles diarios

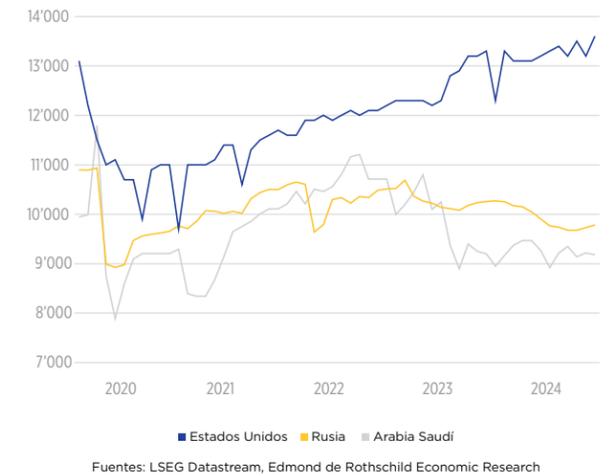
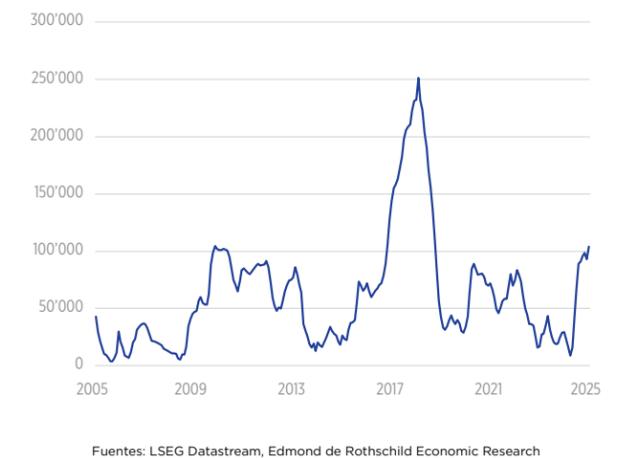


Gráfico 2:
Existencias estadounidenses de cobre (en toneladas)



A principios de abril de 2025, el precio del barril de crudo cayó tanto en una semana como en el primer trimestre.

Estos movimientos geopolíticos se producen en un entorno económico cada vez más incierto debido a los anuncios y contraanuncios de Donald Trump. Sus palabras y acciones sobre la guerra arancelaria han provocado un descenso de los precios, ya que preocupan cada vez más a los inversores, que consideran que esta política tendrá un efecto potencialmente negativo en la actividad económica mundial, así como en



la estadounidense. Tal ralentización prevista de la demanda repercute negativamente en los precios. Cabe señalar que el precio actual del Brent, en torno a 60 USD/barril (en el momento de escribir estas líneas), parece ser un precio por debajo del cual pocos agentes del mercado quieren pasar. De hecho, ante la carestía de la producción, algunos productores estadounidenses se encontrarán con unos costes de producción superiores al precio de venta. Al mismo tiempo, Arabia Saudí está invirtiendo en grandes proyectos de infraestructuras, lo que supone un gasto considerable. En conjunto, estos factores podrían devolver los precios a una zona de equilibrio de entre 65 y 85 USD/barril.

En conclusión, las políticas de Donald Trump han provocado movimientos bruscos en el mercado de materias primas, y es probable que esta volatilidad continúe al son de los anuncios del presidente estadounidense. El anuncio de los aranceles a principios de abril provocó una caída de los precios de la energía y los metales industriales, en un contexto de existencias de cobre muy elevadas en Estados Unidos (véase el gráfico 2) y de temor a una marcada desaceleración económica. A ello se sumó el cambio de paradigma de la OPEP+, que decidió aumentar su producción.

Manuel Maleki, Ph
Senior Economist US & Commodities

Contra todo pronóstico, Europa supera a Estados Unidos

Desde principios de año, hemos asistido a una situación inusual: los mercados estadounidenses se han quedado rezagados frente a los europeos. Esto responde a varios factores: una valoración elevada, el anuncio de nuevos aranceles y la caótica comunicación de la Administración Trump.



El nuevo aislacionismo estadounidense hace despertar a Europa

La situación en Estados Unidos está teniendo un impacto potencialmente negativo en el crecimiento económico, y algunos autores hablan incluso de riesgo de recesión. Las bajadas de impuestos prometidas durante la campaña presidencial parecen haber caído en el olvido hasta ahora. En cambio, el aislacionismo estadounidense ha provocado un despertar en Europa en materia de defensa, apelando de nuevo al «cueste lo que cueste» (el presupuesto potencial asciende a 800 000 millones de euros). Además, el nuevo Gobierno alemán ha anunciado un plan adicional de 500 000 millones de euros para impulsar sus infraestructuras.

En menos de dos meses, los mercados parecen haber adoptado una visión completamente opuesta entre Europa y Estados Unidos. En diciembre de 2024, los inversores pensaban que Trump daría prioridad a las bajadas de impuestos para reforzar aún más la excepcionalidad estadounidense, mientras que los países de la Unión Europea estaban condenados al estancamiento porque su prioridad era reducir sus déficits.

El aislacionismo estadounidense ha provocado un despertar en Europa en materia de defensa e infraestructuras.

El despertar de febrero de 2025 fue brutal. Finalmente, los aranceles están demostrando ser la prioridad de Trump. Todavía no se ha hecho ningún anuncio sobre bajadas de impuestos, mientras que Scott Bessent, Secretario del Tesoro de Trump, ha afirmado que quiere trabajar para reducir el déficit presupuestario del país. Al otro lado del Atlántico, Europa y especialmente Alemania aceptan los déficits al precio de un nuevo plan de recuperación apoyado por el canciller Friedrich Merz, centrado en el crecimiento y favorable al libre comercio. En este contexto, la renta variable estadounidense, con valoraciones muy elevadas, parece incapaz de resistir el clima de incertidumbre, exacerbado por frecuentes comunicados de prensa, a veces contradictorios; mientras que la renta variable europea, con valoraciones bajas, atrae a los inversores. Desde principios de 2025, los inversores se han decantado por Europa y se han posicionado en valores cíclicos europeos, mientras que los defensivos han obtenido mejores resultados en Estados Unidos. ¡Es el colmo después de dos años de lógica inversa!



Los numerosos puntos fuertes de la economía estadounidense apuntan a un posible repunte

Sin embargo, esperamos que la actual rentabilidad inferior de la renta variable estadounidense sea efímera, y mantenemos una visión positiva sobre la región a medio plazo: la economía de EE. UU. cuenta con un mercado interno aún dinámico, una ventaja estructural en innovación (vinculada a su mercado de capitales) y una energía más barata gracias a sus numerosos recursos.

Desde principios de 2025, los inversores se han decantado por Europa y se han posicionado en valores cíclicos europeos, mientras que los defensivos han obtenido mejores resultados en Estados Unidos.

La fuerte caída del índice estadounidense se debió principalmente al desplome de sus mayores valores tecnológicos. En este momento, no vemos ninguna desaceleración del crecimiento del sector, por lo que sigue siendo posible un repunte, sobre todo a raíz de las correcciones de unos niveles de valoración elevados. Por último, la flexibilidad de la Reserva Federal, que tiene margen para recortar tipos, continúa siendo una ventaja. El anuncio de rebajas de impuestos a finales de este año también podría contribuir a estimular el mercado estadounidense (lo que el mercado ha bautizado como la *Trump put*).

A corto plazo, creemos que el impulso europeo debería continuar en vista de la dinámica en curso. No obstante, recientemente se han observado reacciones extremas.

Hervé Prettre
Head of Global Investment Research

Emilie Magnien
Research Analyst, Global Investment Research



Los bancos europeos siguen destacando pese a la volatilidad

La banca europea ha exhibido un buen comportamiento y continúa respaldada por unos fundamentos sólidos: unas valoraciones aún aceptables, un sólido crecimiento de los beneficios y un nuevo potencial vinculado a los proyectos europeos de defensa y a los planes de infraestructuras en Alemania. Sin embargo, la volatilidad ha vuelto a corto plazo.

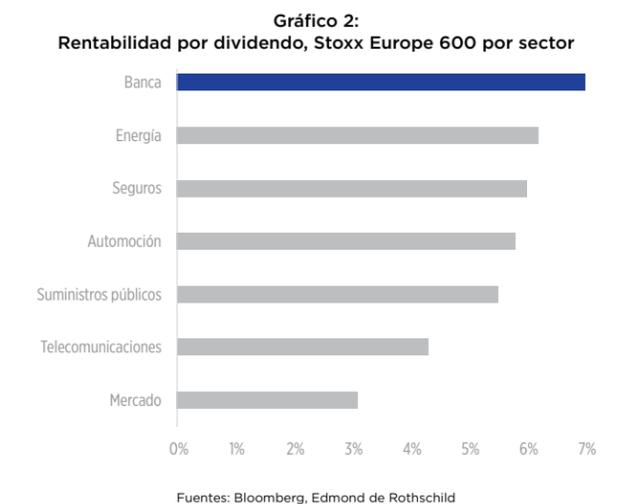
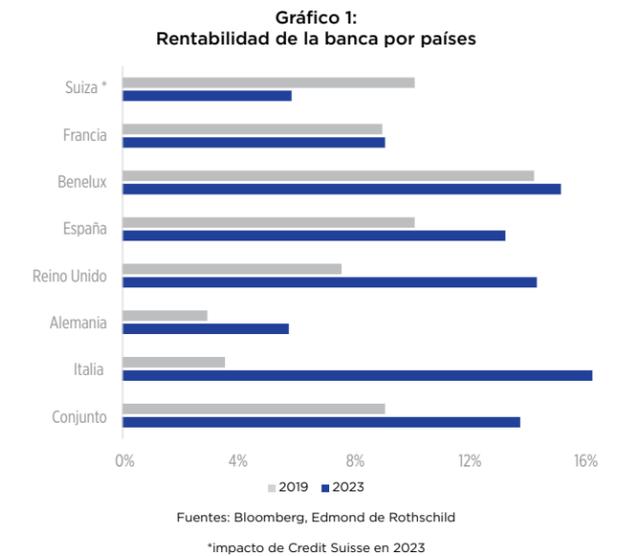


En el momento de redactar este informe, los bancos europeos han registrado el mejor comportamiento de todos los grandes sectores del índice Stoxx Europe 600 desde hace varios meses. Esto se debe a una combinación de factores:

- **Los niveles de los tipos de la renta fija**, con unas perspectivas de tipos finales del BCE más altos a finales de 2025, y lo que es más, una curva de rendimientos más pronunciada. La inclinación de la curva de rendimientos, o la diferencia entre los tipos a largo y a corto plazo, es un factor de apoyo para las entidades financieras, que tradicionalmente solicitan financiación a corto plazo para concederla a largo plazo. En Alemania, la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años y a 2 años ha pasado de menos de 30 a más de 80 puntos básicos desde finales de 2024;
- **Una rentabilidad más alta**: los bancos han logrado reducir sus costes y aumentar su productividad, sobre todo gracias a la digitalización, de modo que sus márgenes han mejorado en los últimos cinco años. Así pues, la banca europea es capaz de ofrecer actualmente una rentabilidad sobre los fondos propios tangibles (ROTE, por sus siglas en inglés) del 12 %, frente a algo más del 10 % en 2022 (véase el gráfico 1), gracias a las subidas de tipos;
- **Un elevado nivel de resiliencia frente a la coyuntura económica**, debido en parte a las elevadas provisiones desde la pandemia y que no se han reducido significativamente desde entonces;
- **Un riesgo reducido de nueva regulación** tras una década de aplicación de normas estrictas, lo que ofrece una gran visibilidad sobre los beneficios futuros y permite a los bancos brindar una buena remuneración a sus accionistas. En este sentido, la combinación de una elevada rentabilidad por dividendo (6,6 %) (véase el gráfico 2) y las recompras de acciones (1,7 %) hace de este sector el más interesante de todos los grandes sectores europeos;
- **Las valoraciones siguen siendo bajas**: la relación entre el precio y el valor contable total de la banca europea es inferior a 0,8, frente a 1 de su homóloga estadounidense;
- **Un contexto macroeconómico más favorable en Europa** tras el plan de defensa de la UE por

valor de 800 000 millones de euros y el plan de infraestructuras de 500 000 millones de euros de Alemania, que están impulsando las perspectivas de crecimiento y los préstamos bancarios en Europa, al tiempo que refuerzan la actividad en los mercados;

- **El arbitraje de los inversores que salen de los bancos estadounidenses** ante los riesgos de un menor crecimiento en EE. UU..



¿Durará esta rentabilidad superior?

Aunque es probable que esta ventaja disminuya a largo plazo (y más allá de la volatilidad a corto plazo asociada a la perspectiva de un descenso del crecimiento si se aplican los aranceles), aún existen muchos vientos a favor:

- Una actividad de trading impulsada por la actual volatilidad de los mercados financieros;
- Una actividad económica que debería ser más robusta a largo plazo en Europa;
- La remuneración al accionista como prioridad de los equipos directivos de los bancos;
- La búsqueda de sectores no afectados por los aranceles, ya que el 90 % del negocio de los bancos europeos está orientado al mercado interno;
- Por último, es probable que los rendimientos de los bonos europeos sean más elevados que en el pasado, en vista de las nuevas ambiciones de gasto a largo plazo, lo que a su vez debería favorecer una inclinación continuada de la curva de rendimientos, e incluso generar un ligero efecto inflacionista, fuente de mayores rendimientos a largo plazo. Esto es positivo para la actividad de préstamos bancarios.

Por tanto, mantenemos una visión positiva sobre el sector, respaldada por unas perspectivas europeas más halagüeñas, aunque incidiendo en la selectividad. Priorizamos determinados bancos con exposición a los planes de estímulo alemanes, a Europa del Este en caso de alcanzarse la paz en Ucrania, a zonas de mayor crecimiento como España o a determinados mercados emergentes, y a banca de inversión, o finalmente comprar aprovechando caídas en el contexto de volatilidad actual.

Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

Los 7 Magníficos o Los 7 Maléficos: ¿ha llegado el fin del liderazgo absoluto?

La caída del mercado de renta variable estadounidense tras el cuestionamiento de la excepcionalidad y las erráticas políticas arancelarias de la Administración Trump se ha visto amplificada por la recogida de beneficios desde diciembre de 2024 en los «7 Magníficos*».



*7 Magníficos = Apple, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta, Microsoft, Tesla

Estos grandes grupos tecnológicos, con una trayectoria fulgurante desde finales de 2022, han sido responsables de gran parte de la rentabilidad del S&P 500 en los últimos años: casi la mitad del 25% de rentabilidad del índice en 2024 provino de estos 7 valores. Sin embargo, desde principios de 2025 se han desplomado, un movimiento agravado por el impacto competitivo de modelos de inteligencia artificial (IA) con menor coste, como el presentado por la *start-up* china DeepSeek en enero. Tesla sigue siendo un caso especial entre los 7 Magníficos, ya que la compañía ha sufrido las consecuencias de la postura política adoptada por su consejero delegado, Elon Musk. Entre diciembre de 2024 y marzo de 2025, Tesla perdió la mitad de su capitalización bursátil.

Además, los 7 Magníficos son —en gran medida— el origen de las inversiones destinadas a desarrollar las infraestructuras tecnológicas para entrenar y mantener los modelos de IA de última generación. Las cantidades comprometidas en 2024 representaban más de 250 000 millones de dólares y se espera que aumenten un 40 % este año, hasta los 350 000 millones. En este entorno de gasto elevado, la llegada de un modelo chino competidor de menor coste (cuyo desarrollo costó oficialmente solo 6 millones de dólares, frente a los más de 500 millones de los últimos modelos estadounidenses de vanguardia) conmocionó al sector tecnológico estadounidense y puso en tela de juicio la necesidad real de gastar tanto en el desarrollo de modelos de IA y, sobre todo, su rentabilidad. En vista de la presión que los 7 Magníficos ejercerán sobre el S&P 500 en 2025, atendiendo a su peso en el índice (25-30 %), algunos ya los apodan los «7 Maléficos».

¿Está realmente en cuestión su dominio?

Es cierto que, a corto plazo, el cuestionamiento de la excepcionalidad estadounidense y las persistentes dudas sobre el monopolio tecnológico de este país podrían continuar generando volatilidad. No obstante, mantenemos nuestra visión positiva a largo plazo sobre el mercado de renta variable estadounidense y, en particular, sobre la capacidad de crecimiento de los principales líderes tecnológicos del país.

La volatilidad podría seguir imperando a medio plazo, pero mantenemos una visión positiva sobre el sector tecnológico a largo plazo.

De hecho, las empresas estadounidenses siguen teniendo el perfil de beneficios más elevado de todo el mundo, con el sector tecnológico a la cabeza, que representa más del 35 % del índice S&P 500 y tiene los márgenes más elevados (margen neto medio del 16 %, frente al 11 % del resto del S&P 500 en el cuarto trimestre de 2024). Las expectativas de crecimiento de los beneficios de las principales empresas tecnológicas siguen siendo superiores a las del S&P 500 este año y en 2026 (véase el gráfico 1).

Gráfico 1:
Expectativas de crecimiento de los beneficios por acción de los 7 Magníficos (exc. Tesla) y del S&P 500, en 2025 est. y 2026 est.

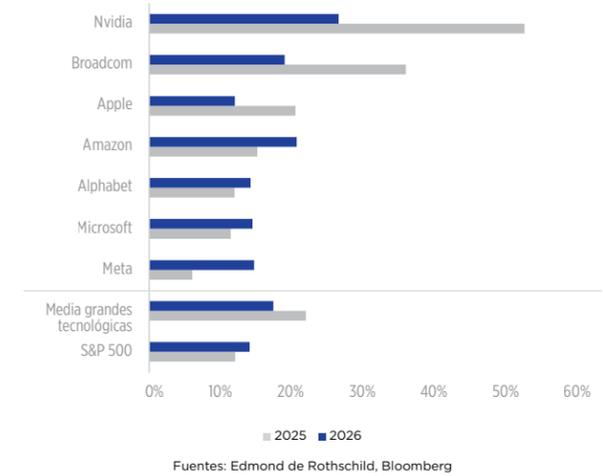
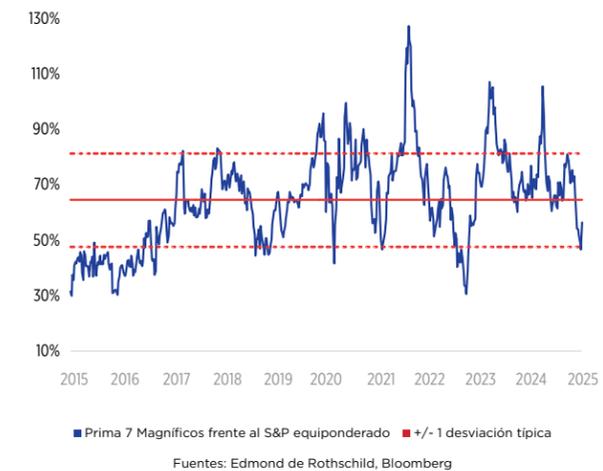


Gráfico 2:
Diferencial (prima) del PER a 12 meses de los 7 Magníficos en comparación con el S&P 500 equiponderado



Además, la valoración media de los 7 Magníficos ha caído a su nivel más bajo desde principios de 2023 (véase el gráfico 2), y a su mínimo desde 2017 en términos relativos en comparación con el resto de los 493 valores del S&P (es decir, excluyendo a los 7 Magníficos).

No creemos que el dominio tecnológico de la IA por parte de los grandes grupos tecnológicos estadounidenses esté realmente amenazado a corto plazo: aunque el suceso de DeepSeek haya puesto en entredicho la utilidad del capital invertido

por los 7 Magníficos, cabe destacar que el propio modelo de DeepSeek solo ha podido desarrollarse gracias a las infraestructuras financiadas por los grupos tecnológicos estadounidenses (estas últimas se basan en los modelos de «código abierto» de Meta Platforms y OpenAI, entre otros). En cambio, creemos que la necesidad de invertir masivamente en infraestructuras de IA (centros de datos, procesadores avanzados y semiconductores relacionados) sigue estando justificada e incluso se está convirtiendo en una necesidad estratégica en una era de carrera globalizada por la IA. El proyecto Stargate, punta de lanza de la Administración Trump para impulsar la capacidad de IA de Estados Unidos con una inversión de entre 100 000 y 500 000 millones de dólares a 4 años, y el proyecto europeo InvestAI con 200 000 millones de dólares, son ejemplos perfectos.

Es cierto que los anuncios de aranceles realizados por el presidente estadounidense desde el 2 de abril complican la visibilidad sobre los títulos tecnológicos, a menudo muy expuestos a las importaciones de componentes electrónicos asiáticos. Con todo, creemos que la Administración Trump podría permitir en última instancia exenciones sobre algunas importaciones tecnológicas (chips avanzados, por ejemplo), con el fin de mantener la competitividad global de sus empresas tecnológicas. Si no mueven ficha, corren el riesgo de perder cuota de mercado en un sector altamente estratégico en la era de la IA.

En consecuencia, la volatilidad podría seguir imperando a medio plazo, pero mantenemos una visión positiva sobre el sector tecnológico a largo plazo. No obstante, los inversores deberían seguir siendo selectivos, incluso en lo relativo a los 7 Magníficos, y mantener la exposición al mercado estadounidense. Además del crecimiento superior del sector tecnológico, seguimos previendo una mayor homogeneidad en el crecimiento de los beneficios en todos los sectores del S&P 500, lo que debería dar lugar a rentabilidades más coherentes entre sectores y mitigar cualquier riesgo de crecimiento menos pronunciado de los valores tecnológicos estadounidenses en el futuro.

Anthony Toupin

Senior Research analyst, Global Investment Research

El despertar de la Europa de la defensa y de la industria frente al aislacionismo de Trump

En las semanas posteriores al regreso de Trump al poder se ha acelerado la Historia: la era de la *Pax Americana* —esto es, la paz mundial garantizada por la defensa estadounidense desde el final de la Segunda Guerra Mundial— ha tocado a su fin. El enfoque de Estados Unidos, ahora altamente transaccional, condiciona sus garantías de seguridad a un «regateo» sobre los territorios (Groenlandia, Canadá) y los recursos (acuerdo sobre metales raros ucranianos o congoleños).



Una nueva era para la defensa europea

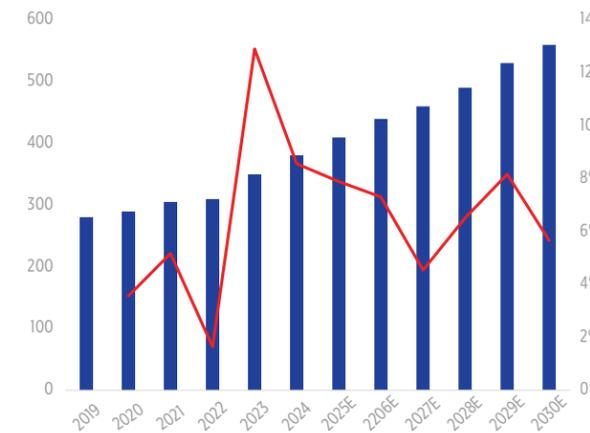
Esta nueva doctrina pragmática da prioridad a los intereses económicos y geopolíticos estadounidenses a corto plazo en detrimento de las alianzas históricas. Los Gobiernos europeos reaccionaron rápidamente con las cumbres de París y Londres, en las que acordaron seguir ayudando a Ucrania a garantizar su independencia territorial, al tiempo que invertían masivamente en reforzar su propia autonomía estratégica. Adentrarse en una nueva era de rearme exigirá una inversión considerable por parte de Europa, cuyo presupuesto de defensa podría casi duplicarse, pasando del 1,8 % del PIB al 3,5 % como mínimo, para regresar así a su nivel más alto desde los años sesenta (véase el gráfico 1).

Esta toma de conciencia colectiva debería acelerar la tendencia al rearme que comenzó con la primera invasión rusa de Ucrania hace más de una década. Mientras que en 2014 solo dos miembros europeos de la OTAN dedicaban más del 2 % de su PIB a defensa (Reino Unido y Grecia), diez años después la cifra se había elevado a 22 (véase el gráfico 2). La urgencia de la situación también queda patente en el hecho de que los efectivos militares se han reducido casi a la mitad desde 1990. En aquel momento, los ejércitos francés y alemán contaban cada uno con unos 550 000 efectivos en sus filas. En 2024, los efectivos militares de Francia solo ascendían a 201 000 y los de Alemania, a 182 000. El déficit estructural de inversión en este ámbito también ha provocado una alarmante reducción de la capacidad de producción en Europa.

En materia de armamento, los europeos controlan la calidad pero no la cantidad, y los volúmenes de producción siguen siendo relativamente limitados.

Además, la industria europea de la defensa sigue estando fragmentada y es muy competitiva. La dependencia europea de Estados Unidos no ha dejado de aumentar, hasta el punto de que casi dos tercios de las armas importadas por Europa en los últimos cinco años procedían del otro lado del Atlántico. Aunque el aumento de la capacidad de producción podría fomentar la consolidación del sector, en cualquier caso requerirá una inversión considerable por parte de los Gobiernos. En este contexto, la

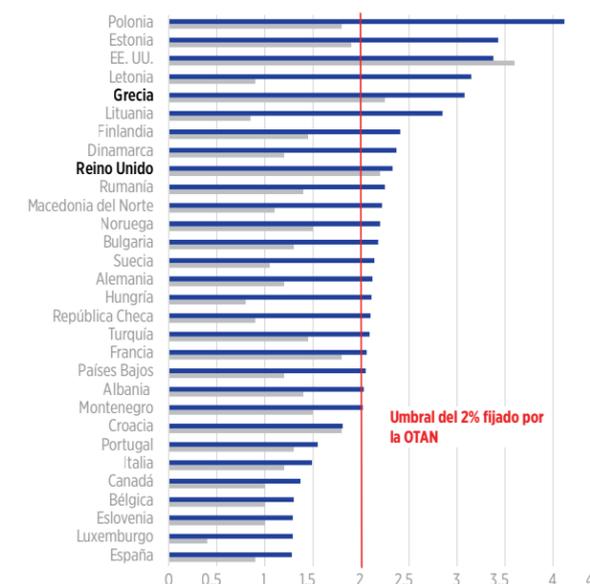
Gráfico 1: Gasto total europeo en la OTAN y crecimiento previsto hasta 2030



■ Gasto de Europa dentro de la OTAN (miles de millones de USD, izda.)
 ■ Crecimiento anual en % (dcha.)

Fuentes: Edmond de Rothschild, Sipri

Gráfico 2: Gasto militar en % del PIB, 2024 frente a 2014 y umbral de la OTAN del 2%



■ 2014 ■ 2024

Fuentes: Edmond de Rothschild, OTAN

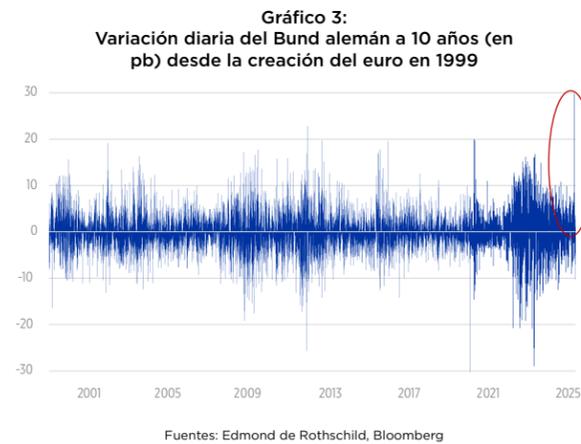
Comisión Europea ha pedido nada menos que 800 000 millones de euros de capital público y privado para financiar este nuevo plan de estímulo de la defensa. El nuevo canciller alemán, Friedrich Merz, presentó una propuesta presupuestaria para invertir en la defensa de su país «cueste lo que cueste», al tiempo que advertía del riesgo inminente de colapso de la OTAN.

Los países europeos tienen poco margen de maniobra financiera

Ante este momento crucial para los europeos, hay un obstáculo importante para superar el desafío. El margen de maniobra financiera de la mayoría de los países europeos está restringido por una gestión presupuestaria estructuralmente deficitaria que ha dado lugar a un gasto crónico y a un endeudamiento incontrolado. La deuda pública supera el 100 % del PIB en la mayoría de las principales economías del continente, como Francia, el Reino Unido e Italia, donde alcanzó el 137% en 2024, frente al 30 % de los años sesenta. El sobreendeudamiento de los países europeos representa un coste prohibitivo para las finanzas públicas, mientras que el servicio de esta deuda representa casi el 2 % del PIB de la UE, y llega incluso al 4 % en Italia.

En este contexto, la financiación directa de los gastos de defensa por la Unión Europea es una de las opciones más realistas.

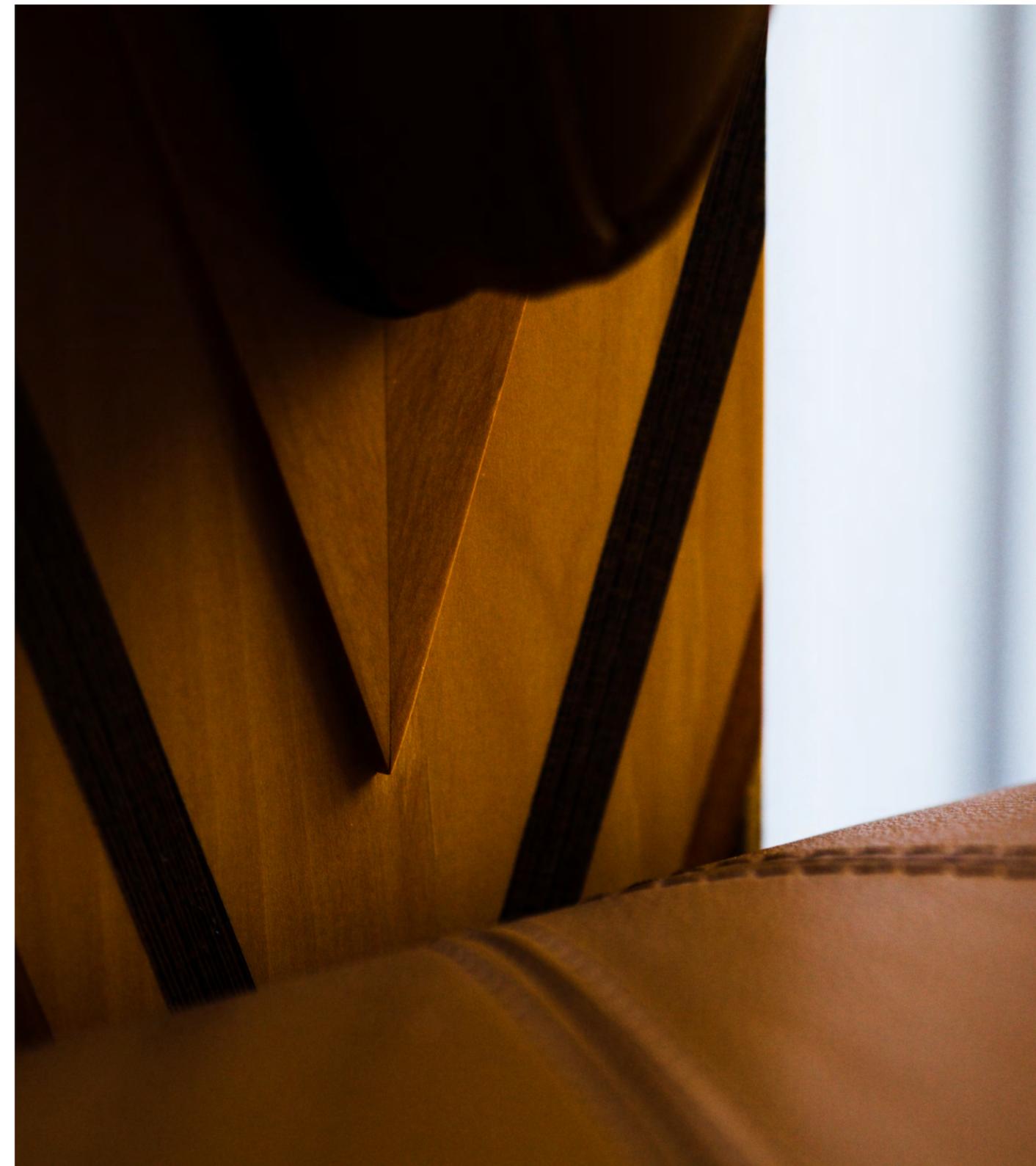
Alemania, sin embargo, tiene más margen de maniobra, con una ratio deuda/PIB de tan solo el 62 % y unas cuentas públicas equilibradas hasta ahora por el mecanismo constitucional de tope del endeudamiento. Sin embargo, la llegada al poder del nuevo Gobierno de Merz augura una relajación de las restricciones presupuestarias sin precedentes en la historia reciente del país. Así pues, este *Zeitenwende*, o cambio de era, podría marcar un punto de inflexión histórico para uno de los más estrictos defensores de la austeridad presupuestaria de la región, y podría desembocar en una subida de los tipos de interés (véase el gráfico 3).



Los títulos europeos de defensa siguen perfilándose atractivos a largo plazo

La UE ha puesto en marcha un nuevo plan de recuperación por valor de 150 000 millones de euros, financiado con bonos comunes a cargo del presupuesto europeo, además de excluir una parte del gasto en defensa de los criterios presupuestarios de Maastricht, hasta 650 000 millones de euros. Siguiendo el ejemplo de los pedidos de vacunas realizados durante la pandemia, la Comisión Europea ha propuesto que los Estados miembros agrupen sus compras de armas para obtener condiciones comerciales más favorables de los fabricantes. En este sentido, Ursula von der Leyen ha pedido recientemente a los Estados miembros que restrinjan sus inversiones únicamente a los fabricantes de armas europeos, con el fin de privar a los estadounidenses de nuevos contratos y ofrecer a los primeros una visibilidad a largo plazo sobre sus pedidos.

Este nuevo ciclo plurianual de inversión es clave para la industria europea de defensa: ante sus capacidades limitadas, la inversión en nuevas fábricas requiere la expectativa de nuevos contratos a lo largo de un periodo de 5, 10 o 20 años, en función de las armas encargadas (a corto plazo para las municiones, a largo plazo para los submarinos, por ejemplo). Esto permite poner en perspectiva la notable subida reciente de los títulos europeos de defensa (+60 % desde principios de año en el momento de redactar este informe). En efecto, si bien esta alza anticipa a partir de ahora unas expectativas de crecimiento de los beneficios de aquí a 2028 de entre un +20 % y un +40 % anual según las diferentes



Detalle de la silla, sala de espera para clientes en Ginebra, diseño de Philippe Druillet

áreas de defensa (visibilidad de las previsiones de beneficios de 3 años), excluye gran parte del potencial más allá, cuando se espera que el ciclo dure al menos 10 años. En consecuencia, estos títulos conservan el atractivo a largo plazo, aunque con un potencial más limitado a corto plazo.

Además, es probable que los títulos europeos de defensa sean objeto de una mayor volatilidad a corto plazo, dictada por la determinación de los presupuestos exactos de defensa, la conclusión aún incierta de un acuerdo de paz entre Rusia y Ucrania y la actitud de Trump hacia la OTAN. No olvidemos tampoco que este presupuesto se liberará gradualmente, de ahí su impacto a medio y largo plazo, en ausencia de un peligro inminente (debilitada por la guerra de Ucrania, Rusia podría, en caso de un alto el fuego duradero, precisar al menos cuatro años, según los expertos militares, para reabastecer a sus ejércitos con el fin de lanzar un nuevo ataque a gran escala).

La arquitectura de seguridad en la que Europa ha confiado durante generaciones ha desaparecido para siempre», Anders Fogh Rasmussen, ex-Secretario General de la OTAN.

En cuanto a los títulos de defensa estadounidenses, ciertamente podrían beneficiarse de la remilitarización de Europa en áreas en las que el Viejo Continente tiene menos experiencia (como comunicaciones, reconocimiento, cartografía o semiconductores), pero su potencial debería verse limitado por el deseo de la UE de maximizar sus suministros a través de proveedores locales. Además, el DOGE de Elon Musk amenaza con poner en entredicho los presupuestos del Departamento de Defensa estadounidense. La defensa europea parece tener un mayor potencial a largo plazo debido a su recurrente déficit de inversión, que habrá que rectificar, cueste lo que cueste.

El aislacionismo exacerbado de la Administración Trump es una llamada de atención para la remilitarización de una Europa que se encuentra sola para garantizar su seguridad. Los dividendos de la paz cosechados durante varias décadas deben dar paso ahora a una inversión masiva en defensa, que debe financiarse a escala europea y a largo plazo. En vista del alto grado de dependencia aún heredado de alianzas ahora inexistentes, pasará al menos otra década antes de que Europa sea capaz de defenderse sin la ayuda de Estados Unidos. Se abre así una ventana de oportunidades para todos los proveedores de servicios europeos de la cadena de valor del armamento.

Hervé Prettre
Responsable Global Investment Research

Darius Bakhtari
Research analyst, Global Investment Research

¿Dónde se esconde el crecimiento?

A medida que los mercados mundiales intensifican la cautela ante los planes arancelarios de Trump y las preocupaciones sobre una desaceleración en Estados Unidos van en aumento, la excepcionalidad estadounidense en cuanto a rentabilidad bursátil empieza a resquebrajarse. Mientras la apuesta de Trump por títulos 100 % estadounidenses (según su filosofía *Make America Great Again* o MAGA) muestra indicios de debilidad, los fondos de renta variable mundial buscan alternativas.



En contraste con la apuesta *MAGA*, la filosofía *MEGA* (*Make Europe Great Again*) está ganando terreno, como ilustra el índice DAX, que se ha revalorizado más de un 20 % desde principios de año, en el momento de redactar estas líneas. Los mercados emergentes registraron una tímida subida interanual del 4 % en el índice MSCI EM, frente a la caída del 4,5 % del S&P 500 estadounidense. Sin embargo, los especialistas en mercados emergentes no habían visto un comienzo de año tan bueno desde hacía mucho tiempo:

- Europa del Este registró una subida de más del 30 %¹ en USD ante la perspectiva de una tregua entre Rusia y Ucrania;
- El índice MSCI China ha superado su anterior máximo a un año alcanzado en septiembre de 2024 y se ha anotado más de un 20 % en lo que va de año;
- El índice Hang Seng Tech, que representa a las 30 mayores empresas tecnológicas cotizadas en Hong Kong, se ha revalorizado más de un 30 % en lo que va de año gracias a DeepSeek;
- En Iberoamérica Colombia, que vive actualmente una «primavera andina», registró un aumento del 33 % en USD;
- Por último, incluso los grandes perdedores en bolsa de 2024, México y Brasil, superan a la media de los mercados emergentes.

Es cierto que a menudo se producen flujos de arbitraje, en particular desde activos «sobrecorridos» con valoraciones elevadas hacia activos «infracorridos» con valoraciones más bajas. La renta variable de los mercados emergentes cotiza con un descuento de casi el 30 % en términos de PER con respecto a las acciones de los mercados desarrollados por término medio durante los últimos diez años, lo que crea unas condiciones favorables para despertar interés. Estadísticamente, el índice MSCI EM ha batido a menudo al S&P 500 cuando la renta variable estadounidense ha caído en el pasado. Creemos que, en el contexto de la actual corrección del mercado estadounidense, los mercados emergentes tienen una oportunidad adicional de seguir registrando una rentabilidad superior, atendiendo a un diferencial de valoración con el S&P 500 más amplio que antes.

Los especialistas en mercados emergentes no habían visto un comienzo de año tan bueno desde hacía mucho tiempo.

Al igual que nosotros, la mayoría de los inversores en mercados emergentes asumen riesgos y adoptan un estilo centrado en el crecimiento y el dinamismo. Las empresas del sector tecnológico estadounidense nos han superado claramente en dinamismo en los últimos años gracias a un crecimiento superior. La expansión estadounidense empieza a revisarse a la baja para 2025, y la narrativa del CAPEX de la IA comienza a aceptar una realidad menos dominada por Estados Unidos, con la aparición de modelos competidores como DeepSeek en China o LeChat en Francia. En esta situación, los escenarios de crecimiento, ya sea en el sector europeo de la defensa o en los mercados emergentes, resultan más atractivos. Un dólar más débil frente a otras divisas también suele considerarse un impulso adicional para la renta variable de los mercados emergentes.

China

El escenario de crecimiento chino parece el más interesante. La competitividad de las tecnológicas chinas centradas en la inteligencia artificial generativa («IA Gen») se puso de manifiesto en enero de este año, y su potencial de monetización parece ser mayor que el de sus homólogas estadounidenses, en vista de sus menores costes, si nos atenemos a los resultados y costes de desarrollo presentados. El mercado chino de renta variable se ha adentrado en un nuevo ciclo alcista, y muchos sectores privados se están viendo impulsados por un Gobierno central firmemente decidido a estimular el crecimiento. Consideramos que el mercado chino tiene más oportunidades que ofrecer este año a pesar de la preocupación por una posible desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre de 2025, debido a que las exportaciones podrían verse frenadas por el aumento de los aranceles estadounidenses. El repunte liderado hasta ahora por las tecnológicas podría extenderse al consumo y a las empresas financieras, gracias a una esperada aceleración del crecimiento en la segunda mitad del año.

La India

La renta variable india se benefició de una revalorización estructural en 2023 y 2024 gracias al catalizador de crecimiento a largo plazo del país. Ahora, la significativa caída del PER a 12 meses hasta 19 veces desde el nivel récord de 24 veces está empezando a ofrecer oportunidades para comprar grandes empresas a buen precio. Con todo, tendremos que hacer caso al dicho bursátil de que «no se puede atrapar un cuchillo que cae», puesto que la revisión del crecimiento de los beneficios podría seguir siendo negativa a corto plazo. Esperamos pacientemente a un repunte de la inversión en el sector privado indio y apuntamos a una recuperación más amplia del crecimiento del consumo en general, sobre todo en las zonas rurales.

IBEROAMÉRICA

Es probable que la política comercial estadounidense tenga un impacto macroeconómico limitado en las economías latinoamericanas. Las perspectivas de crecimiento de México se ven eclipsadas por su política comercial respecto a las importaciones chinas, que ya está teniendo un impacto considerable en la relocalización de industrias a México. Los

sectores específicos afectados por los próximos aranceles estadounidenses en las economías del Mercosur y los países andinos podrían provocar tensiones. Algunas contramedidas también podrían dar lugar a revisiones del crecimiento de los beneficios. Como dato positivo, la valoración de la renta variable de la región es la más baja, con un PER a 12 meses de 8,6 veces, muy por debajo de su media a 10 años de 11,5 veces. Así pues, el riesgo de decepción en materia de crecimiento ya se anticipa en estas valoraciones anémicas, lo que se traduce en un perfil de riesgo/remuneración favorable.

Creemos que los mercados emergentes en su conjunto pueden seguir obteniendo mejores resultados en la actual corrección de la renta variable estadounidense gracias a sus bajas valoraciones y un marco de crecimiento más resistente en Europa del Este y China. De hecho, la expansión de los múltiplos de valoración ha explicado la mayor parte del rendimiento del MSCI EM desde enero. En esta fase, encontrar la respuesta adecuada a la pregunta «¿dónde está el crecimiento?» podría bastar para identificar oportunidades de rentabilidad superior. No obstante, pronto surgirá la pregunta «¿dónde está el crecimiento de calidad?», cuando hayan desaparecido las oportunidades de crecimiento derivadas de las valoraciones reducidas.

«El mayor peligro en tiempos turbulentos no es la turbulencia en sí, sino actuar con la lógica de ayer». Los antiguos favoritos del mercado corren el riesgo de perder su ventaja si no consiguen adaptarse a un mundo en constante evolución. En un contexto de guerra comercial generalizada, un mercado nacional sólido y profundo, como el de China o la India, podría adaptarse mejor, absorber los envites externos y, en última instancia, ofrecer oportunidades de crecimiento estructural a largo plazo.

Xiadong Bao

Gestor de fondos, Edmond de Rothschild Asset Management

(1) MXME - MSCI EM Eastern Europe Index, rentabilidad anual hasta el 14 de marzo de 2025. Todas las rentabilidades se expresan en USD.
(2) PER MXEF BEst frente al MXWO desde 2015, según Bloomberg.
(3) China es problema de todos. - Outlook & Convictions n.º 12

Fin al tope del endeudamiento alemán: ¿cómo afectará esto al mercado europeo de renta fija?

El acuerdo de coalición alemán dirigido por el canciller Merz propone un nuevo marco presupuestario para Alemania. Se trata de un cambio de paradigma para el crecimiento alemán y europeo.



El acuerdo de coalición alemán tiene varias dimensiones:

- Una exención de los límites al tope de la deuda para el gasto en defensa en el presupuesto principal por encima del 1 % del PIB;
- Un fondo fuera de presupuesto para infraestructuras por valor de 400 000 millones de euros y 100 000 millones de euros para la transición energética (en total, el 11,6 % del PIB en 2024) que se desembolsarán en los próximos 10 años;
- Un aumento del déficit estructural permitido para los Estados federados (Länder) del nivel actual del 0,0 % del PIB al 0,35 %.

También deja margen de maniobra para un gasto público adicional de hasta el 3,85 % anual en los próximos años si el gasto en defensa aumentara hasta el 3,5 % del PIB, como sugieren algunas propuestas. En la práctica, creemos que la aplicación será más gradual, en vista de las limitaciones de capacidad y los retos generalmente asociados al aumento de la inversión pública en Europa.

¿Cómo reaccionaron los mercados europeos de renta fija?

Los mercados de bonos en euros registraron una subida sin precedentes de los rendimientos de la deuda pública en marzo de 2025. Esto se produce tras los anuncios del plan alemán de inversión en infraestructuras y defensa financiado con deuda, y de un acuerdo europeo sobre la activación de un mecanismo que permite a los Estados miembros pedir prestado hasta 650 000 millones de euros en cuatro años, específicamente para defensa, al margen de las restricciones presupuestarias habituales. Esta cantidad se complementa con 150 000 millones de euros en fondos residuales destinados inicialmente a la lucha contra la pandemia de COVID, que pueden reasignarse al mismo objetivo de defensa.

El posible cambio de rumbo fiscal de Alemania hace que los días de una baja ratio deuda/PIB del 62 % sean ya cosa del pasado, y se da clara prioridad al crecimiento en detrimento del equilibrio presupuestario.

Un banco de inversión calcula que el impacto sobre el déficit alemán será de entre el 1,0 y el 2,5 % del PIB anual, lo que aumentará la deuda pública en el futuro. El 5 de marzo, el rendimiento de los bonos del Tesoro alemanes a 10 años subió 30 puntos básicos, en línea con otros rendimientos de la deuda pública europea. Se trata de un fenómeno sin precedentes desde la implantación del euro. La subida de los rendimientos a largo plazo refleja un ajuste de los mercados a los nuevos fundamentales alemanes, que incluyen ahora una prima de crecimiento y una prima de inflación más elevadas, así como un ligero aumento del riesgo de crédito para alinearse con el incremento previsto de la ratio deuda/PIB. Aunque aumente ligeramente, es probable que la deuda alemana se mantenga en un nivel moderado en relación con otros países europeos. La repentina subida de los rendimientos de los bonos europeos también se debió a que los fondos europeos y japoneses de renta fija iniciaron posiciones largas en deuda alemana. Estos fondos tuvieron que ajustar rápidamente su asignación en respuesta al aumento del riesgo en sus carteras, lo que añadió un problema temporal de liquidez a un movimiento fundamental del mercado. Este

Gráfico 1: Ratio deuda/PIB de los países europeos

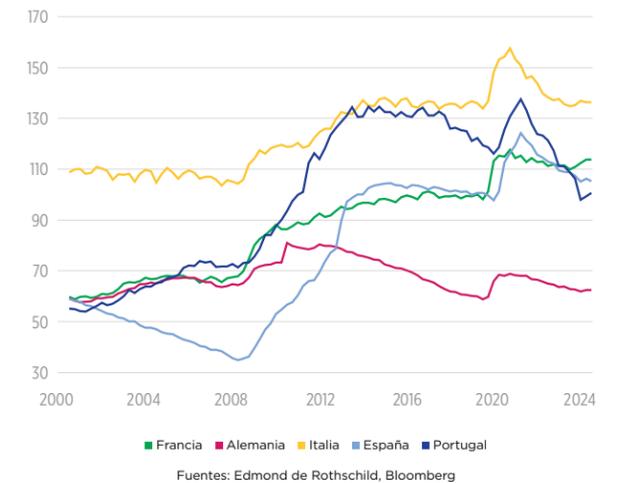


Gráfico 2: Tipos a 10 años europeos en % a finales de marzo de 2025



cambio de paradigma europeo se produce en un contexto de normalización de la inflación y de débil crecimiento, que ha llevado al Banco Central Europeo a bajar su tipo de los depósitos del 4 % en junio de 2024 al 2,5 % actualmente. Por ello, el mercado prevé una nueva caída de los tipos, con una tasa prevista inferior al 2 % para finales de 2025.

Si bien las curvas de rendimientos de la deuda pública en euros ya se habían inclinado gradualmente; es decir, los tipos a largo plazo son más elevados que los tipos a corto y medio plazo, este movimiento se ha intensificado, y

el diferencial entre los tipos a 10 y 2 años ha pasado de 30 puntos básicos a principios de 2025 a más de 60 puntos básicos en el momento de redactar este informe. En este contexto, cabe esperar una mayor volatilidad de los tipos de interés como consecuencia del aumento del endeudamiento en los países europeos y la persistencia de los déficits presupuestarios.

¿Cuáles son las perspectivas?

Salvo en caso de que el gasto supere con creces las previsiones actuales (lo que parece poco probable en vista de las grandes cantidades ya presentadas), nos parece poco realista a estas alturas que el *Bund* supere el 3 % durante mucho tiempo, mientras el BCE sigue bajando tipos y la inflación se mantiene en torno al 2 %. Además, la incertidumbre en torno a los aranceles pesará más sobre la actividad que sobre las presiones inflacionistas. Es cierto que el riesgo de crédito ha aumentado ligeramente, pero Alemania sigue teniendo una calificación triple A y su ratio deuda/PIB del 62 % es la más baja de los grandes países europeos (véase el gráfico 1). Solo debería aumentar unos pocos puntos porcentuales al año (recordemos que el plan de infraestructuras solo debería representar el 1,2 % del PIB al año y el de defensa, el 1 % como máximo, es decir, un aumento de la deuda que parece limitado *a priori* al 2 % anual). Es más, los puntos de equilibrio o previsiones de inflación para Alemania a 10 años han cambiado poco, en vista de la aplicación exclusivamente gradual de estos programas.

En cuanto a los rendimientos en otros países europeos, han evolucionado a la par que el *Bund* (véase el gráfico 2): el aumento del gasto alemán se asocia a un crecimiento más sólido para el conjunto de Europa, y Ursula von der Leyen ha relajado la ortodoxia presupuestaria impuesta por la Unión Europea (UE). Gracias a que los gastos corren ahora a cargo de la UE y no de los presupuestos nacionales, y en contraste con el significativo cambio de tendencia en Alemania, los diferenciales crediticios se han mantenido relativamente ajustados. Sin embargo, advertimos contra los rendimientos de países con riesgos presupuestarios, como Francia. Por tanto, un BTP italiano superior al 4 % parece más interesante, sobre todo porque Italia debería beneficiarse del desembolso de los planes de gasto europeos: para 2025, los fondos del Mecanismo de Recuperación y

Resistencia (FRR) de la Unión Europea deberían ser un motor clave del crecimiento al revitalizar la actividad del sector privado italiano.

En general, las industrias alemanas deberían beneficiarse del éxito de la aplicación del programa favorable al crecimiento del nuevo Gobierno, con un impacto positivo en la mayoría de los sectores.

En cuanto al crédito empresarial, el aumento de los rendimientos de la deuda pública lastrará los balances más debilitados y podría poner fin a la dinámica positiva de los indicadores de crédito en determinados sectores, como el inmobiliario. Con todo, la industria alemana en su conjunto debería beneficiarse del éxito de la aplicación del programa de crecimiento del nuevo Gobierno. La nueva coalición pretende restablecer la competitividad reduciendo el impuesto de sociedades y el IRPF, invirtiendo masivamente en la modernización de las infraestructuras y bajando los precios de la electricidad mediante la reducción de impuestos y el aumento de la capacidad de producción. Sin embargo, el riesgo de ejecución es elevado, ya que el rendimiento de los bonos parece estar estrechamente vinculado a la capacidad del Gobierno de Merz para aplicar su programa y compensar los efectos negativos de la introducción de aranceles. Por último, si el euro sigue subiendo frente al dólar, esto podría reducir los efectos positivos de un crecimiento más sólido, al afectar a la rentabilidad de las empresas muy expuestas al comercio mundial.

Guilhem Savry

Head of Strategy Research, Global Investment Research

La liquidez en los mercados privados, un indicador clave

En los últimos años, los mercados privados han evolucionado en un entorno macroeconómico poco propicio a la generación de liquidez para los inversores. En este contexto, el sector del capital riesgo ha innovado desarrollando el mercado secundario, que se ha revelado como una poderosa herramienta destinada a generar distribuciones para los inversores.

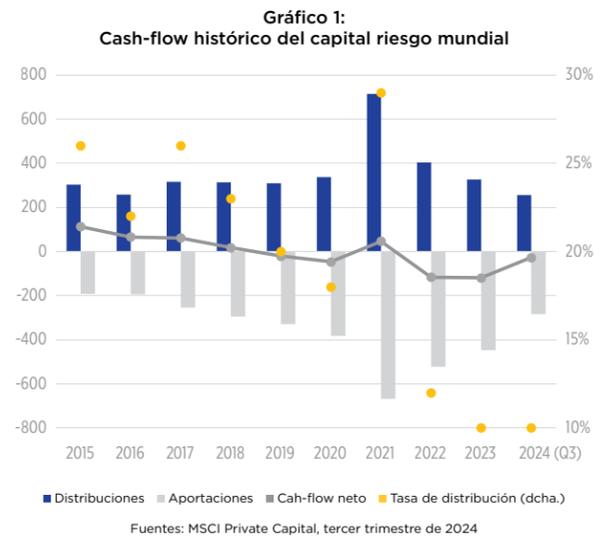


Los fondos de mercados privados se caracterizan por invertir en activos que no cotizan en bolsa, pero también, en la mayoría de los casos, por una estructura de fondo cerrado (*closed-end*). Esta estructura se adapta especialmente bien a la creación de valor a medio y largo plazo por parte de los gestores de fondos. La liquidez de estos vehículos es, por tanto, baja, ya que la posibilidad de realizar la inversión —es decir, de convertir los títulos en efectivo— queda a discreción del gestor. Este último debe vender o refinanciar sus empresas en cartera. Por regla general, los inversores no pueden vender sus participaciones en el mercado secundario, o al menos no fácilmente. Por tanto, siguen dependiendo de acontecimientos económicos en el marco de su cartera, como la venta de una empresa a un actor sectorial con un interés estratégico en ella, y no de una operación puramente financiera como la mayoría de los mercados cotizados.

La generación de liquidez es, por tanto, un elemento clave en el rendimiento de los fondos de capital riesgo, ya que depende directamente del gestor.

En resumen, más allá de la rentabilidad de un fondo, es esencial la capacidad del gestor para convertir los resultados —a veces, teóricos, derivados de ejercicios de contabilidad de valoración— en efectivo distribuido a los inversores. Esto se hace especialmente patente en entornos macroeconómicos menos favorables a la generación de efectivo, como el que hemos vivido recientemente.

En un contexto de inflación elevada, acceso restringido a la deuda y su elevado coste, así como tensiones geopolíticas y económicas, las distribuciones de los fondos de capital riesgo se han ralentizado considerablemente desde 2022, lo que ha afectado a la mayoría de las clases de activos. Con la posible excepción de la deuda corporativa privada, las tasas de distribución observadas son las más bajas desde la última crisis financiera mundial (2008-09). Además, la diferencia entre las aportaciones y las distribuciones del fondo (es decir, el flujo de efectivo neto) es considerable. El porcentaje del valor no realizado de los fondos realmente liquidado y distribuido a los inversores —es decir, el número de empresas en cartera vendidas cada año— también ha disminuido. Cuando históricamente esta métrica se situaba entre el 20 % y el 30 % (es decir, una de cada tres



(1) La tasa de distribución es la distribución a lo largo del periodo dividida entre la última valoración conocida de la cartera, y anualizada.

o cinco empresas vendidas), en los últimos tres años solo ha llegado a una de cada diez (véase la tasa de distribución en el gráfico¹). Tras varios trimestres consecutivos de aportaciones netas, los fondos de capital riesgo finalmente distribuyeron más capital del que exigieron a los inversores en el segundo trimestre del año pasado, y una cantidad equivalente en el tercer trimestre.

Estas distribuciones son cruciales, porque permiten a los inversores cumplir una regla de oro: la necesidad de formalizar compromisos regularmente en los mercados privados, año tras año.

El mercado secundario, una herramienta de liquidez

Esta mejora ha sido posible gracias a un mayor recurso a la refinanciación de activos. Los gestores han recapitalizado algunas de sus inversiones emitiendo deuda nueva con condiciones más favorables, lo que les permite distribuir un dividendo a los inversores.

También hay que destacar el crecimiento del mercado secundario como herramienta de liquidez. Este mercado se ha convertido en una auténtica estrategia en el ámbito de los mercados privados. Tradicionalmente, permitía a un inversor institucional transferir su compromiso en un

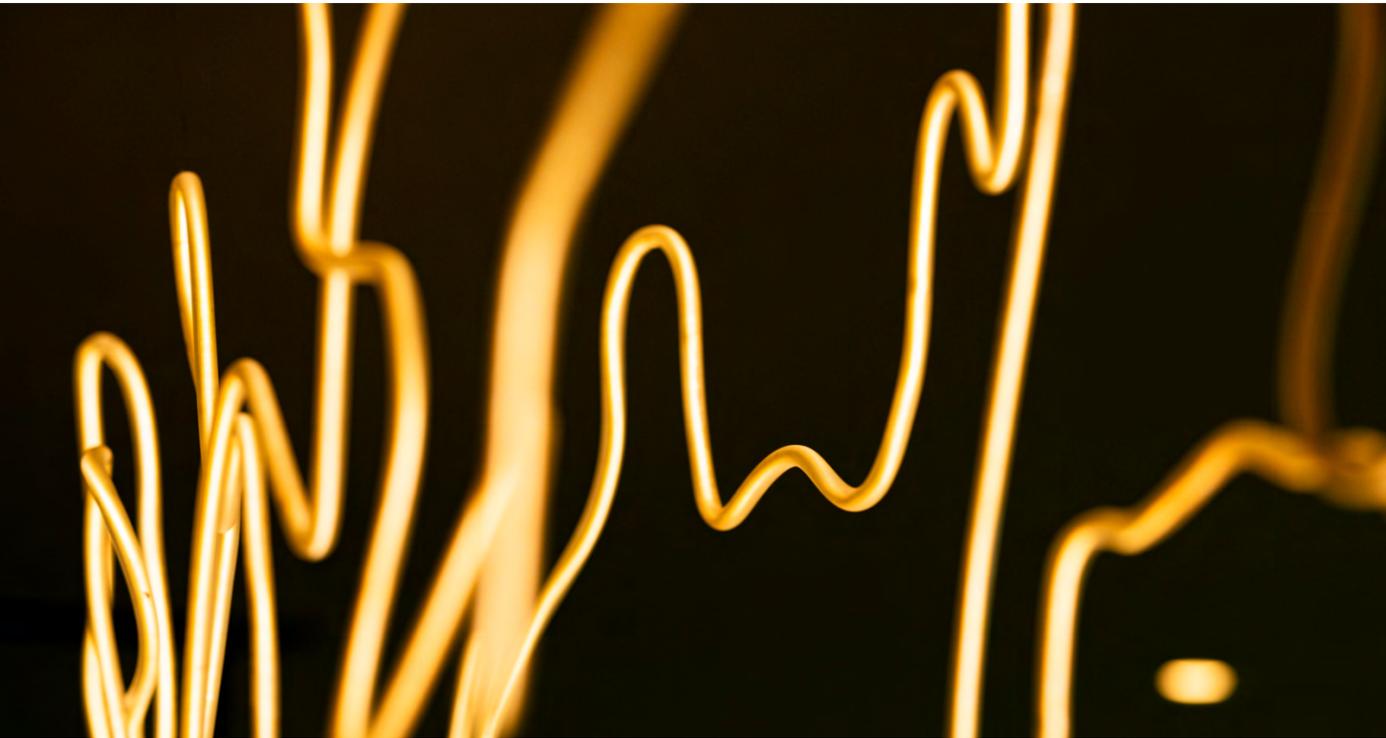
fondo cerrado a otro inversor, que compraba el activo a un precio con descuento y también se hacía cargo del compromiso restante, liberando así al vendedor de su obligación de hacer frente a futuros requerimientos de capital: Esto se conoce como operación *LP Led*.

Sin embargo, el mercado secundario ha cambiado en los últimos años, con un número cada vez mayor de gestores de fondos que inician operaciones secundarias denominadas *GP Led*. En este modelo, un gestor que ha mantenido una empresa en su cartera durante varios años, pero cree que aún tiene potencial para generar valor, puede seguir gestionando este activo al tiempo que ofrece liquidez a los inversores que deseen retirarse. Para ello, el fondo recurre a un actor especializado, un fondo «secundario», que valora el activo y recompra las participaciones de los inversores que quieran salir, al tiempo que permite continuar la aventura junto al gestor a aquellos que así lo deseen. Estas operaciones requieren experiencia y conocimientos específicos en materia de análisis, estructuración y gestión de posibles conflictos de intereses. **En los últimos años, este tipo de operaciones ha experimentado un marcado crecimiento, proporcionando con ello una solución de liquidez a los inversores que la necesitan, sin obligar a los gestores a deshacerse de sus activos en condiciones desfavorables.**

Matthieu George, (CFA)

Head of Private Equity Allocation

De la versatilidad política a la volatilidad de los mercados



Iluminación de la sala de degustación, Château Clarke, Listrac-Médoc.

Probablemente el dólar no mostrará una tendencia clara en 2025

La hipótesis de una apreciación de la moneda estadounidense basada en la introducción de aranceles a las mercancías que entran en Estados Unidos ha quedado claramente en entredicho en el primer trimestre de 2025. Por supuesto, las nuevas barreras aduaneras generan un riesgo de retorno de la inflación en Estados Unidos, lo que podría mermar la predisposición de la Reserva Federal estadounidense (la «Fed») a recortar su tipo de interés de referencia. Por otro lado, la agresividad política y el carácter errático y cortoplacista de algunos de los anuncios de Donald Trump agitan el fantasma de la recesión económica en Estados Unidos, con una guerra comercial internacional como telón de fondo. En este contexto, el mercado bursátil se ve sacudido por las recogidas

de beneficios de unos inversores preocupados, y el riesgo de que el banco central recorte los tipos de interés para apuntalar el crecimiento vuelve a ser una posibilidad de peso. A escala internacional, las ventas de títulos estadounidenses van naturalmente acompañadas de ventas de dólares en favor de las monedas nacionales. En paralelo, el diferencial de tipos a favor del billete verde, a menudo denominado *carry*, se ha reducido considerablemente en los últimos meses. No en vano, la hipótesis de una Fed más acomodaticia a la cabeza de su economía se combina con el nuevo riesgo de encarecimiento de la deuda en Europa, tras el anuncio de la financiación del esfuerzo militar mediante deuda y el abandono de la ortodoxia presupuestaria en Alemania. Como muestra el gráfico sobre la evolución de la paridad EUR/USD y del diferencial de tipos de interés a 1 año, existe una marcada correlación entre ambos,

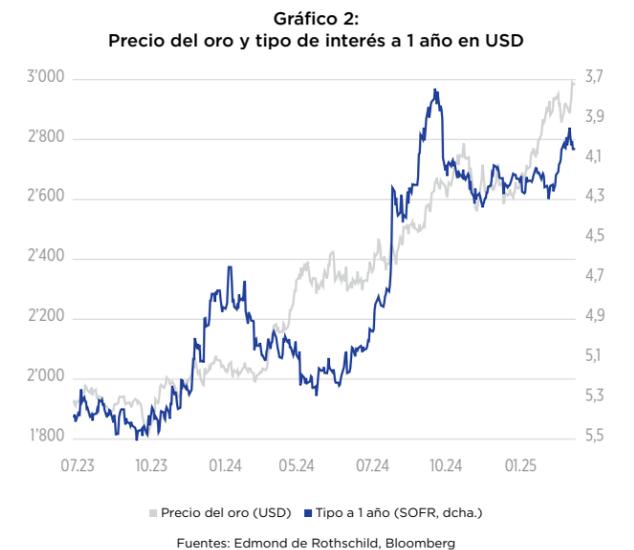
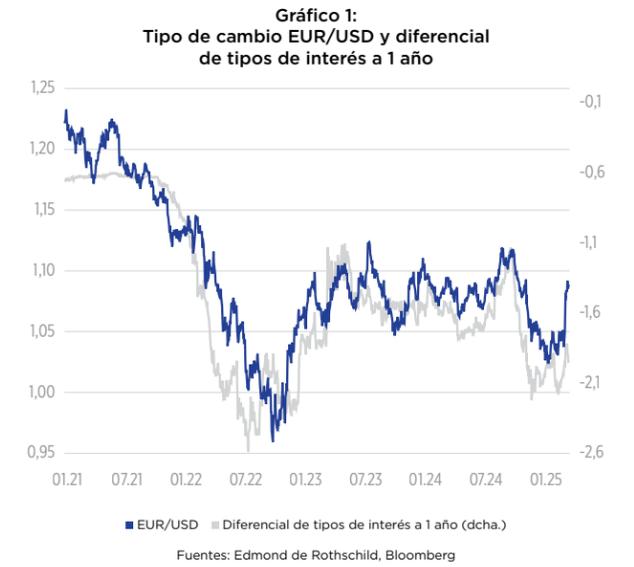
y la reciente evolución del *carry* ha respaldado de forma manifiesta el repunte de la divisa europea. Dado que la volatilidad seguirá siendo la palabra clave en 2025, en función de las sorpresas que depare Trump, sería prematuro concluir que la moneda estadounidense seguirá cayendo ante la nueva dinámica de tipos de interés y crecimiento. De hecho, es probable que el dólar repunte desde sus niveles actuales, respaldado por factores técnicos y el respiro de los mercados bursátiles, en un contexto de posible rebajas de impuestos para las empresas estadounidenses a finales de año orquestada por la Casa Blanca.

¿Cuál es el precio máximo de la onza de oro?

Por su parte, el metal amarillo sigue conquistando nuevas cumbres, con un avance de más del 20 % en 2025 a principios de abril. El papel del oro como activo refugio se está viendo reforzado por la tensa situación geopolítica y el mayor nivel de incertidumbre mundial desde la toma de posesión de Donald Trump. También se está beneficiando del aumento gradual de las reservas de oro de los bancos centrales en un contexto de creciente desconfianza hacia la deuda pública. Con todo, el reciente pánico bursátil desencadenado por el anuncio de barreras aduaneras generó recogidas de beneficios en el oro, lo que le permitió que volviera a situarse por debajo del nivel psicológico de los 3.000 dólares por onza. Es más, la cotización del XAU (el símbolo bursátil del oro) está estrechamente vinculada a su coste de oportunidad, como muestra el gráfico sobre el precio del oro y la evolución del tipo de interés a 1 año en USD. Dicho de otro modo, como las posiciones en oro no devengan intereses, cuando el tipo de interés abonado por el dólar baja, aumenta el atractivo del metal precioso. Por ello, el creciente riesgo de que la Reserva Federal adopte una postura acomodaticia en respuesta a una recesión económica ha sido recientemente un factor importante en la subida del oro por encima del nivel de los 3.000 dólares/onza. La inflexibilidad de Donald Trump en materia de aranceles refuerza el escenario de un banco central que salga al rescate de su economía abriendo de nuevo el grifo de la liquidez monetaria.

En conclusión, es probable que 2025 siga siendo un año sin tendencias claras, lo que obligará a gestionar el riesgo de divisas y metales preciosos.

Jean-Marc Guillot
Responsable Tesorería Grupo



Aviso

El presente documento ha sido publicado por Edmond de Rothschild, carece de valor contractual y se ha diseñado exclusivamente a efectos informativos.

Queda prohibida la comunicación de este documento a personas en países en los que constituya una recomendación, una oferta de productos o servicios o una solicitud y en los que, como consecuencia, su comunicación pudiera contravenir las disposiciones legales y reglamentarias aplicables. Este documento no ha sido revisado ni aprobado por un regulador de algún país o territorio.

Las cifras, comentarios, opiniones y/o análisis que figuran en el mismo reflejan la opinión de Edmond de Rothschild sobre las tendencias del mercado, sobre la base de su experiencia, sus análisis económicos y la información que obra en su poder en la fecha de preparación de este documento, y están sujetos a cambios en cualquier momento sin previo aviso. Es posible que ya no sean exactos o pertinentes en el momento de su publicación, sobre todo teniendo en cuenta la fecha de preparación de este documento o la evolución de los mercados.

Este documento está destinado únicamente a proporcionar información general y preliminar a las personas que lo consulten y no debe utilizarse como base para ninguna decisión de inversión, desinversión o conservación. La responsabilidad de Edmond de Rothschild no se verá comprometida en ningún caso por una decisión de inversión, desinversión o conservación adoptada sobre la base de dichos comentarios y análisis.

Por tanto, Edmond de Rothschild recomienda a todos los inversores que obtengan las distintas descripciones reglamentarias de cada producto financiero antes de invertir, con el fin de analizar los riesgos asociados y formarse su propia opinión con independencia de Edmond de Rothschild. Se recomienda obtener asesoramiento independiente de profesionales especializados antes de realizar cualquier transacción basada en la información contenida en este documento, en particular para asegurarse de que la inversión es adecuada para su situación financiera y fiscal.

Los resultados y la volatilidad pasados no son indicativos de los resultados y la volatilidad futuros, no son constantes en el tiempo y pueden verse afectados de forma independiente por las variaciones de los tipos de cambio.

Fuentes de información: salvo indicación en contrario, las fuentes utilizadas en este documento son las del grupo Edmond de Rothschild.

Queda prohibida la reproducción o uso total o parcial de este documento y de su contenido sin la autorización de Edmond de Rothschild.

Copyright © Edmond de Rothschild – Todos los derechos reservados

