

Política de Inversión

3.º trimestre de 2025 | Junio de 2025

Redacción | **Gianluca Tarolli, CFA** | Economista principal y estratega, co-CIO

Puntos clave

Panorama y conclusiones

¿Hacia dónde se dirige el dólar?

La **política económica** de la nueva Administración estadounidense puede resultar algo confusa; sin embargo, la intención de hacer que el resto del mundo asuma los déficits comerciales y públicos de EE.UU. parece ser uno de sus principales objetivos. Esta percepción de expolio, de la que se consideraría víctima la mayor economía del mundo, se traduce en medidas cuyas consecuencias podrían resultar disruptivas.

En particular, la **guerra comercial** iniciada marca el fin del liberalismo económico, promovido y defendido por los propios EE.UU. desde 1945, que se aceleró tras la caída del Muro de Berlín en 1989 y con la adhesión de China a la Organización Mundial del Comercio (OMC) en 2001. El objetivo es recuperar los empleos perdidos en el sector industrial durante la gran ola de globalización y las posteriores deslocalizaciones. Se busca que las empresas extranjeras paguen por el acceso al mercado interno, con el fin de financiar reducciones de impuestos. En un mundo cada vez más interconectado e interdependiente, existe el riesgo de que se produzcan perturbaciones duraderas en las cadenas de suministro, lo que podría penalizar la actividad económica a nivel global y provocar un resurgimiento de la inflación en EE.UU.

El proyecto de **ley presupuestaria** “One Big Beautiful Bill Act” también contiene una disposición dirigida específicamente a los inversores extranjeros. Para financiar la renovación de los costosos recortes fiscales de 2017, que expiran a finales de este año, el Gobierno necesita recursos adicionales: los ingresos provenientes de los aranceles podrían resultar insuficientes, al igual que la reducción prevista del gasto. El artículo 899 del proyecto de ley autoriza, por lo tanto, al Gobierno a recaudar impuestos de empresas e inversores extranjeros en EE.UU. (dividendos, cupones de bonos, bienes inmuebles).

Si se aplicaran estas medidas, disminuiría el **atractivo de los activos** de EE.UU. en USD para los inversores extranjeros; de hecho, desde principios de año, hemos reducido nuestra exposición a USD en el conjunto de nuestras carteras.

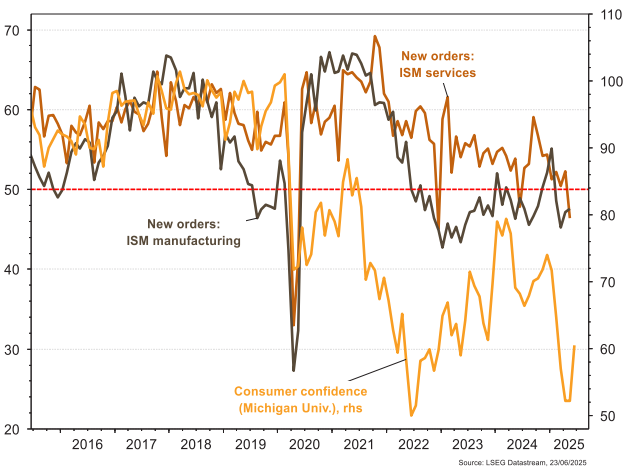
- **Economía:** la guerra comercial es una fuente importante de incertidumbre
 - **EE.UU.:** la ley presupuestaria se ratificará este verano
 - Los **bancos centrales** continúan su ciclo de relajación monetaria, a excepción de la Reserva Federal, que hace una pausa
 - **China:** persiste el riesgo de un régimen de deflación
- **Acciones:** infraponderación, preferencia por acciones no estadounidenses
 - **Renta fija:** sobreponderación excl. CHF (bonos corporativos de calidad, IG)
 - **Divisas:** preferencia por el CHF, nueva reducción de USD
 - **Efectivo:** neutrales

	UW (-)		N (=)		OW (+)
Asignación de activos					
Acciones					
Bonos soberanos					
Crédito					
Inversiones alternativas					
Liquidez					
Acciones					
EE.UU.					
Europa					
Suiza					
Japón					
Mercados emergentes					
Bonos					
Soberanos					
Empresas de calidad (Inv. Grade)					
Empresas de altos rendimientos					
Soberanos mercados emergentes (USD)					
Soberanos mercados emergentes (local)					

Economía: se anticipa un verano intenso

Dado que los niveles de los aranceles previstos por la Administración de EE.UU. vs sus socios comerciales aún están sujetos a cambios, no profundizaremos en este tema. La guerra comercial dificulta claramente la interpretación de los datos económicos publicados. Por un lado, se observa que los **indicadores de actividad** económica mantienen una resiliencia general; por otro, los **índices de confianza** (hogares industria y servicios) apuntan a un debilitamiento del crecimiento económico (**Gráfico 1**). Esta tendencia es evidente no solo en EE.UU., sino también en Europa y China.

Gráfico 1 | EE.UU.: ¡caída de la confianza!



Los agentes económicos que podrían verse afectados por el aumento de aranceles han anticipado lógicamente su entrada en vigor, adelantando ciertas decisiones. En el caso de las empresas, se han traducido en inversiones y acumulación de inventarios, mientras que los hogares han adelantado algunas de sus compras. Por ejemplo, la contracción del 0,2% t/t anualizado del PIB-T1 de **EE.UU.** no es consecuencia de una debilidad en la demanda interna, sino del impacto muy negativo de la balanza comercial (con una contribución de -4,9% en el T1), debido a un volumen de importaciones mucho mayor de lo habitual. Los indicadores económicos ade-

lantados, como la confianza de los gerentes de compras, no ofrecen una visión tan tranquilizadora de las perspectivas. El ISM industrial se encuentra en territorio de contracción, al igual el de servicios: el primero descendió de 50,5 en enero a 48,5 en mayo (el componente de nuevos pedidos se sitúa en 46,6) y el segundo de 52,8 a 49,9 (los nuevos pedidos caen a 46,4).

Los analistas optimistas consideran posible una reducción de los aranceles, lo que evitaría una desaceleración excesiva de la actividad y permitiría una recuperación de los índices de confianza. Sin embargo, en caso de una escalada, sería difícil evitar una recesión. Consideramos que el mercado laboral será determinante para definir hacia dónde se inclinará la balanza. Por el momento, el empleo de EE.UU. se mantiene: en mayo, la economía generó 139.000 nuevos puestos. No obstante, otras estadísticas, como las nuevas solicitudes semanales de subsidio por desempleo, muestran una tendencia al alza (de 200.000 a principios de año a 247.000 en mayo), lo que revela cierta fragilidad en el mercado laboral.

Con una inflación que, si bien se modera, podría repuntar de nuevo por el impacto de los aranceles, la Reserva Federal mantiene una postura de espera, para disgusto del poder ejecutivo (**Gráfico 2**). Al igual que sucede con los aranceles, será necesario esperar hasta el verano para conocer la versión final del presupuesto. El proyecto aprobado por la Cámara debe ser confirmado por el Senado, y aún son posibles intercambios entre ambas cámaras, especialmente si la magnitud de los déficits incluidos llegara a inquietar a los mercados de bonos.

En la **zona euro**, el fuerte crecimiento del PIB-T1 (+0,6% t/t) se explica por factores excepcionales que no volverán a repetirse. Aunque las exportaciones de la zona euro hacia EE.UU. aumentaron un 25% en el T1 (reflejando el déficit estadounidense), y la producción industrial creció un 2,2%, los datos de Alemania ya muestran un cambio en abril (exportaciones: -15% m/m; producción industrial: -1,4%). Los efectos positivos del estímulo fiscal en Alemania no serán visibles hasta el próximo

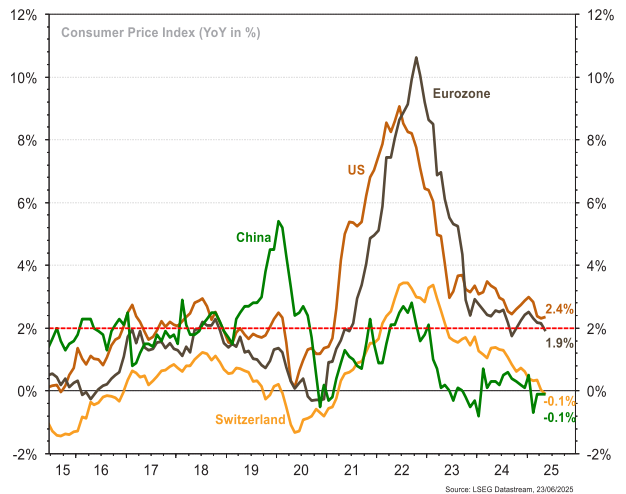
Mercados financieros

*) Al 20.06.2025	Rendimiento			Valorización			Crecimiento de beneficios			
	Precio (moneda local)	Trimestre T2*)	Desde el 31.12.2024	P/BPA a 12 meses	Rendimiento en dividendos	Precio / Activos netos	BPA a 12 meses	BPA 2025	BPA 2026	BPA 2027
Mercados de renta variable										
EE.UU.	5 704.06	6.69%	1.55%	22.01	1.5%	5.3	12%	9%	14%	13%
Europa	536.53	0.49%	5.69%	14.40	3.2%	2.2	7%	3%	11%	11%
Japón	2 771.26	4.20%	-0.49%	13.89	2.4%	1.4	6%	4%	11%	8%
Suiza	11 871.32	-5.80%	2.30%	16.69	3.1%	4.0	9%	8%	10%	10%
Reino Unido	4 765.29	3.10%	6.70%	12.55	3.4%	2.0	7%	3%	11%	11%
Mercados emergentes (USD)	1 189.85	8.03%	10.60%	12.63	2.8%	1.9	12%	12%	13%	11%
World (USD)	3 881.69	6.97%	4.69%	19.43	2.0%	3.6	10%	7%	13%	12%

Fuente: Datastream, Consensus IBES

año. Mientras tanto, lo más probable es que la actividad empresarial se estanque. Un estímulo adicional proviene de la política monetaria del BCE: el objetivo de inflación se ha alcanzado, con un crecimiento de los precios del 1,9% a/a, y el banco central puede reducir sus tipos de interés para apoyar la actividad (**Gráfico 2**).

Gráfico 2 | A nivel mundial: el crecimiento de los precios alcanza el objetivo del BCE y el BNS

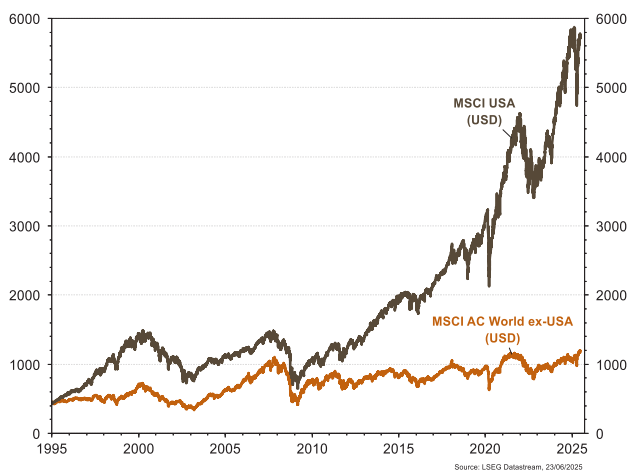


La fortaleza de las exportaciones ha permitido a la **economía suiza** registrar un sólido crecimiento del PIB de +0,8% t/t en el T1 de 2025 (ajustado en función de los eventos deportivos). El sector de la construcción, respaldado por los recortes de tipos de interés del BNS de 150pb en el último año, ha contribuido a este resultado. Con la apreciación del CHF y la caída de los precios de la energía, la inflación vuelve a ser negativa (-0,1% a/a): el BNS debe continuar con sus medidas y se perfila un retorno a tipos negativos (**Gráfico 2**). Una política monetaria acomodaticia será aún más útil dado que las perspectivas, en particular en el sector industrial, siguen siendo sombrías (la confianza de los gerentes de compras cae a 42,1). Además, la economía suiza depende en gran medida de las exportaciones (~50% del PIB), por lo que es vulnerable a las tensiones comerciales.

En su informe semestral al Congreso, el Tesoro de EE.UU. vuelve a incluir a Suiza en la lista de países objeto de vigilancia por una posible manipulación de su divisa. Por el momento, no constituye una sanción, pero esta posición lamentablemente no facilitará las negociaciones para reducir los aranceles.

En **China**, observamos las mismas perturbaciones que en otras regiones en los datos relacionados con el comercio internacional. En abril, aunque las exportaciones aumentan un 4,8% a/a, caen un 34,5% hacia EE.UU. (~10% de las exportaciones chinas), lo que indica que Pekín busca vías para sortear las penalizaciones arancelarias. La gestión de las negociaciones con Washington no es la única prioridad de las autoridades. La contracción interanual de los precios en un 0,1% (mayo) indica que el riesgo de deflación sigue presente. Para evitar que se instale un régimen deflacionista, el PBoC intensifica su acción: reduce el coste del crédito (del 0,1% al 3,5% a cinco años y al 3% a un año) y el coeficiente de reservas obligatorias de los principales bancos (del 9,5% al 9%) para estimular el crédito. Probablemente, aún no ha concluido su ciclo de relajación monetaria.

Gráfico 3 | Acciones: preferencia por acciones internacionales, ¡excluidas las estadounidenses!



Bonos soberanos a 10 años	Nivel al 20.06.2025	Variación T2*) (en pb)	Var. desde el 31.12.2024 (en pb)
Tipos USD - EE.UU.	4.37%	16	-20
Tipos EUR - Alemania	2.51%	-18	15
Tipos JPY - Japón	1.40%	-7	31
Tipos CHF - Suiza	0.40%	-18	16
Tipos GBP - Reino Unido	4.53%	-14	-4
Mercados emergentes (USD)	6.75%	-8	-20
Mercados emergentes (moneda local)	3.69%	-7	10
Materias primas	Precio	Trimestre T2*)	Desde el 31.12.2024
Oro (USD/onza)	3 367.64	7.8%	28.0%
Brent (USD/brl)	78.53	5.1%	4.5%

FX	Nivel al 20.06.2025	Variación T2*)	Variación desde el 31.12.2024
EUR vs CHF	0.9416	-1.49%	0.33%
EUR vs USD	1.1514	6.60%	11.19%
EUR vs JPY	168.0212	4.02%	3.25%
EUR vs NOK	11.6509	2.38%	-0.93%
GBP vs EUR	1.1707	-2.04%	-3.24%
GBP vs USD	1.3465	4.32%	7.51%
USD vs CHF	0.8177	-7.58%	-9.78%
USD vs CAD	1.3730	-4.61%	-4.54%
AUD vs USD	0.6467	3.77%	4.44%

Fuente: Datastream

Preferencias en materia de divisas

Rango 1 Apreciación prevista	Rango 2 Estabilización	Rango 3 Depreciación prevista
CHF ORO	EUR GBP JPY	↓ USD
▪ CHF: moneda refugio y de protección, lo que compensa su menor rendimiento. Su valorización ya no es excesiva ▪ ORO: los recortes de tipos y la eventual depreciación del USD sirven de apoyo. Protección contra el riesgo geopolítico y el exceso de deuda pública	▪ EUR: la mejora prevista en las perspectivas de crecimiento constituye un factor de apoyo, al igual que su baja valorización. ▪ GBP: valoración y remuneración atractivas ▪ JPY: valorización muy atractiva sostenida por una política monetaria contracorriente (subida de tipos)	▪ ↓ USD: valorización elevada, déficit público superior al de otros países y reducción de las perspectivas de crecimiento económico vs el resto del mundo.

Conclusiones sobre inversión

La incertidumbre que se cierne sobre las políticas comerciales y fiscales en Washington podría perjudicar aún más a los activos estadounidenses. Por lo tanto, hemos continuado reduciendo en nuestras carteras la asignación a **acciones al otro lado del Atlántico**, así como nuestra exposición al dólar. Consideramos que ambos están sobrevalorados y no reflejan el deterioro esperado de sus fundamentos.

En cuanto a las acciones, las perspectivas de crecimiento de los beneficios han sido revisadas a la baja para este año en EE.UU. y en la zona euro. A diferencia de las estadounidenses, las acciones del Viejo Continente presentan valorizaciones accesibles, en línea con su promedio histórico y compatibles con los niveles de crecimiento previstos (**Gráfico 3**). Además, se benefician de políticas monetarias más acomodaticias.

Tras un ciclo alcista inusualmente largo, el **USD**, como ya se ha mencionado, se ha encarecido. Sobre todo,

en comparación con los fundamentos de las demás divisas, los del dólar se están deteriorando actualmente: el déficit público se prevé elevado mientras que en otras regiones disminuye, el crecimiento económico se desacelera y en otros lugares se estabiliza, y el atractivo de los activos en USD se ve limitado por las posturas proteccionistas de su Administración. Dentro de los perfiles en **USD**, hemos reducido nuestra exposición a **bonos soberanos a favor de los hedge funds**: el entorno actual de elevada volatilidad y aumento de la dispersión es favorable a este tipo de estrategias de gestión. En cuanto a las carteras en **EUR**, nuestra visión más constructiva del entorno económico nos lleva a aumentar la exposición a bonos de **alto rendimiento** en detrimento de la deuda soberana. La búsqueda de rentabilidad continúa en **CHF**, mientras el BNS se prepara para volver a tipos de interés negativos.

Cierre de redacción | 10 de Junio de 2025

Este documento se ha elaborado únicamente a efectos informativos y Bordier & Cie SCmA lo proporciona exclusivamente en el contexto de la relación contractual existente con la persona que lo recibe. Los puntos de vista y las opiniones que en él se expresan son los de Bordier & Cie SCmA. Su contenido no podrá ser reproducido ni redistribuido por personas no autorizadas. La reproducción o difusión no autorizada del presente documento implicará la responsabilidad del usuario, pudiendo dar lugar a acciones penales. Los elementos que forman parte de su contenido se ofrecen a título informativo y en ningún caso constituyen una recomendación en materia de inversión, ni asesoramiento jurídico o fiscal proporcionado a terceros. Además, es importante recalcar que las disposiciones de nuestra página "Aviso legal" son plenamente aplicables a este documento y en particular las disposiciones relativas a las restricciones derivadas de diferentes leyes y reglamentos nacionales. En consecuencia, el Banco Bordier no presta servicios de inversión o asesoramiento a "personas estadounidenses" según la definición contenida en las normas de la Comisión de Bolsa y Valores. Por otra parte, la información de nuestro sitio Web –incluido el presente documento– no está dirigida, de ninguna manera, a tales personas o entidades.

Política de Inversión | Junio de 2025

4/4
Design ClPa

Bordier & Cie SCmA | Banquiers Privés depuis 1844

Rue Rath 16 | case postale | CH-1211 Genève 3 | t +41 58 258 00 00 | f +41 58 258 00 40 | bordier.com