

*"The world makes much less sense than you think. The coherence comes mostly from the way your mind works."*

– Daniel Kahneman –

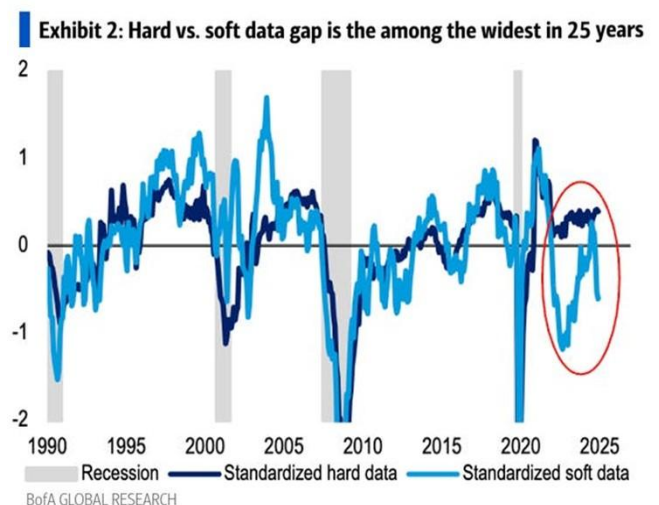
Los eventos históricos se suceden y, como el teflón, al mercado le resbalan las implicaciones. Resulta fascinante ver cómo durante las últimas semanas los mercados imitan a Pedro Sánchez: se alimentan del caos, ignoran cualquier incendio de alrededor y, mientras cunde el escándalo, sonríen y siguen adelante. Da igual lo que venga y en qué formato: aranceles, conspiraciones o misiles, el mercado aprende y descuenta aceleradamente lo que sucederá el día después. Todo sube<sup>1</sup>, nada importa, y dentro de unos meses ¿quedará algo por descontar?



En contra del saber popular de mercados, hoy son los inversores minoristas quienes dominan el mercado. Este *dumb money* de hace años ha tomado el liderazgo y ha interiorizado las lecciones de invertir a largo plazo hasta un punto casi irracional, convirtiendo al inversor institucional en el nuevo dinero tonto. Fueron estos minoristas

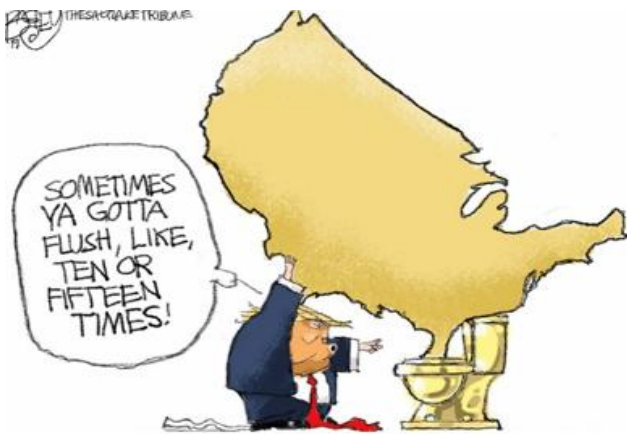
los que salieron en tromba a comprar un mercado que caía a mediados de abril un 17%, tras abrir Trump la caja de pandora con los aranceles. Desde entonces, el mercado no ha parado de subir cerrando el trimestre en un nuevo máximo histórico.

El inversor institucional, el "nuevo dinero tonto", reacciona con miedo ante datos de expectativas (*Soft Data*), que señalan un impacto negativo claro sobre el crecimiento y la inflación (*Hard Data*) que está por llegar. Este desfase entre *Soft* y *Hard Data* es lo que ha provocado el actual *impasse*: aún no vemos un efecto evidente en la economía real, pero todo indica que el deterioro debería llegar en la segunda mitad del año. La brecha entre expectativas y realidad está en niveles máximos de los últimos 25 años:



<sup>1</sup> Durante el segundo trimestre la renta variable global subió un 11,7% (ytd 10,3%), en EE. UU. un 10,6% (ytd 5,5%) y en Europa un 1,4% (ytd 6,6%) para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 EUR respectivamente. Por el lado de la renta fija subieron los bonos soberanos en USD un 0,8% (ytd 3,8%), un 1,9% en EUR (ytd 0,5%) y en Renminbi un 1,5% (ytd 0,8%). En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. subieron un 1,8% (ytd 4,2%) y en Europa un 1,8% (ytd 1,8%). El High Yield ganó en EE. UU. un 3,5% (ytd 4,6%) y en Europa 2,1% (ytd 2,7%). Y finalmente, los bonos emergentes soberanos subieron un 3,3% (ytd 5,4%) y los emergentes corporativos en dólares un 1,5% (ytd 4,2%) para BB US Treasury Index, BB EUR-Aggregate Treasury Index, BB China Govt TR Index, BB Barclays US Corp TR, BB Barclays Euro Aggregate Corp TR Index, BB Barclays Corp High Yield TR Index, BB Barclays Pan-European high yield TR Index, BB Barclays Emerging Markets Sovereign TR Index y BB Barclays Emerging Markets USD Aggregate Corp Index respectivamente.

Sin embargo, como todo depende del desenlace sobre los aranceles, el impacto final sigue siendo incierto. Si se cumple el escenario más probable —un arancel del 50% a China y del 10% al resto del mundo— el PIB de EE.UU. debería crecer alrededor de un 1% y la inflación al 3% (cuando a principios de año el consenso esperaba un crecimiento del 2,1% y una inflación del 2,5%). Para EE.UU. este escenario no es un drama, pero no deja de ser una foto con mayor riesgo de estanflación.



En paralelo, se percibe una creciente inquietud en Trump y su equipo por cerrar temas menos populares (aranceles e inmigración) y centrarse en aquellos que puedan darle un mayor rédito: impuestos, desregulación y reindustrialización. De momento, la gran bajada de impuestos avanza con la [aprobación de su Big Beautiful Bill en el Senado](#), que a pesar de lo bien que suena, implica un aumento de la deuda de \$3,3T en una década, hasta rozar un total de \$40T o 126% del PIB. Para intentar disimular esta “pequeña” consecuencia, tendrán prisa por activar la desregulación y la reindustrialización. Esto abre la puerta a ir desbloqueando temas y a que mejore la actual falta de visibilidad.

Esta ansiedad de Trump por ir más rápido de lo que puede se manifiesta [llamando estúpido a Powell](#) por no bajar los tipos de interés. Por ahora, la Fed no cede y se reafirma en “esperar y ver”, al menos, hasta el último trimestre. Creemos que tiene sentido porque:

- Todavía no hay claridad sobre los aranceles, y el riesgo de inflación descontrolada es real; si bajase los tipos ahora podrían acusarle de ser quien echó gasolina a la hoguera.
- A inicios de año se esperaban siete recortes de tipos y ahora solo dos; ser *hawkish* no pasa factura y gana tiempo.
- No es solo Powell quien decide los tipos de interés; son 12 miembros con voto y las deliberaciones son públicas.
- Hay dudas legales sobre si Trump puede destituirlo o si le compensaría dada la reacción del dólar y los bonos cada vez que amenaza la independencia de la FED.
- Powell termina su mandato dentro de poco (mayo de 2026) y en realidad Trump necesita alguien a quien echar la culpa.

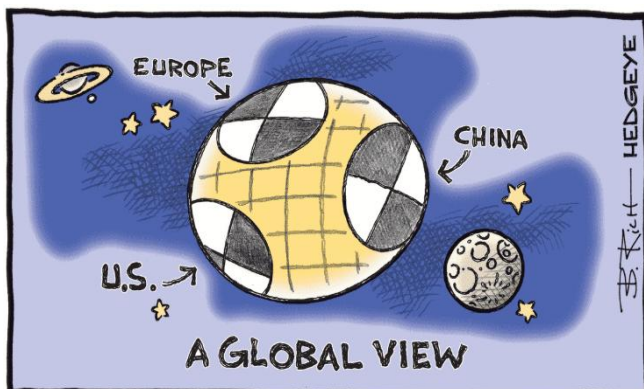
No vemos ningún incentivo para bajar tipos de forma preventiva. Más bien al contrario: probablemente la motivación sea demostrar su independencia y dejar la pelota en el tejado de Trump que es donde está ahora.



Como decíamos en [nuestra última newsletter](#), a pesar de los titulares repetitivos sobre la gravedad que suponen los aranceles para Europa y China, el problema real de ambos bloques sigue siendo interno: Europa y China dependen más del daño que puedan autoinfligirse que de lo que haga Trump.

El primero está pendiente de concretar un esperanzador paquete de estímulos que, potencialmente, podría cambiar la dinámica de parálisis europea. El segundo se encuentra en un punto razonable de estabilidad, cumpliendo por los pelos las expectativas de crecimiento (4,5% para 2025), pero con la necesidad imperiosa de rematar sus estímulos para incrementar su demanda interna, sobre todo de servicios.

Es verdad que no tiene sentido para ninguno de los dos bloques activar los estímulos sin antes aclarar los aranceles y cómo quedan las nuevas reglas del juego. Pero, una vez haya visibilidad, y una mayor claridad en las medidas anteriores de Trump, creemos que sería un punto de inflexión que reduciría la incertidumbre y desbloquearía temas enquistados desde hace años.



Aunque este escenario idílico está cogido con alfileres, el mercado se ha lanzado a descontar el mejor de los mundos con unos múltiplos

complacientes en EE.UU., donde el PER está en 23,5x, muy por encima de su media de 18x. En cambio, en Europa y China se ve prudencia con unos múltiplos que se acercan la media histórica, en 15,1x y 10,9x respectivamente.

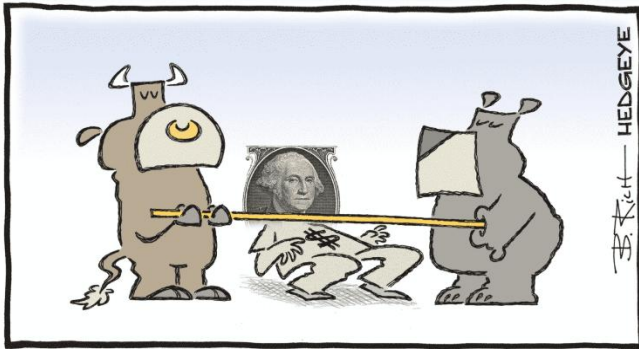
Esta situación nos hace insistir en nuestra visión de principios de año en donde no veíamos expansión adicional en los múltiplos para EE.UU. y que el retorno del S&P500 de 2025 debía basarse exclusivamente en el crecimiento de beneficios —ahora se espera un crecimiento de BPA más realista del 9% por parte del consenso—, no así en Europa y China, donde pensábamos, en contra del consenso, que había espacio tanto para una expansión de múltiplo como para un incremento de beneficios.

Seguimos muy positivos con emergentes, tanto en renta variable como en renta fija. Como decía Louis Gave, imagina en este momento ser un banquero central de un país emergente y de repente el escenario global es uno en el que hay: (i) debilidad del dólar, (ii) precios bajos de la energía, (iii) bajos precios de la comida y (iv) estímulos chinos. Significa que pueden bajar tipos más rápido e irse de vacaciones sin riesgo de devaluar su divisa ni disparar la inflación. Algo no visto en años...





Por último, queremos dedicar un poco más de tiempo para lo que consideramos que es el evento del semestre, y sobre lo que más preguntas recibimos: la [caída histórica de 10,5% del dólar](#) en el primer semestre<sup>2</sup> —la mayor en más de 50 años— y en paralelo, la fortaleza inédita del euro subiendo un 7,5%<sup>3</sup>, que supone un drenaje de rentabilidad para los inversores europeos con carteras globales.



Por un lado, creemos que la subida del euro es excesiva y acelerada, producida por: (i) repatriación de inversores europeos desde dólares hacia activos domésticos; (ii) optimismo por los estímulos alemanes que introducen un sorprendente sentimiento sobre el potencial del euro como nueva alternativa de reserva global. Recientemente [Lagarde habló sobre este potencial](#), pero hay que tener cuidado con lo que se desea... no vaya a ser que se cumpla: la fortaleza del euro puede ser un freno a la recuperación europea.



Por otro, la abrupta debilidad del dólar ha generado un debate sobre una posible pérdida de su hegemonía, tal y como ocurrió con otros imperios en el pasado.

Es importante recordar que ser la divisa de referencia global no responde a un plan maestro del país emisor, sino a la aceptación global de una serie de características que transmiten confianza, seguridad y comodidad. Entre otras:

- Respaldo de un país grande, con crecimiento consistente, baja inflación, credibilidad institucional y sostenibilidad fiscal y política.
- Un mercado financiero amplio y líquido.
- Mínimos costes de convertibilidad, capacidad de movimiento y ausencia de manipulación cambiaria.
- Influencia militar y geopolítica que afiance su condición de última reserva de valor.
- Credibilidad legal y protección de los derechos de propiedad dentro de un marco jurídico estable y sólido.

Una vez la divisa se consolida como principal medio de intercambio, emisión de deuda y acumulación de reservas (liquidez y/o activos) se genera un círculo virtuoso ([network effect](#)) que hace que, cualquier divisa candidata a sucederla, no solo debe igualar estas cualidades, sino superarlas ampliamente para reemplazarla.

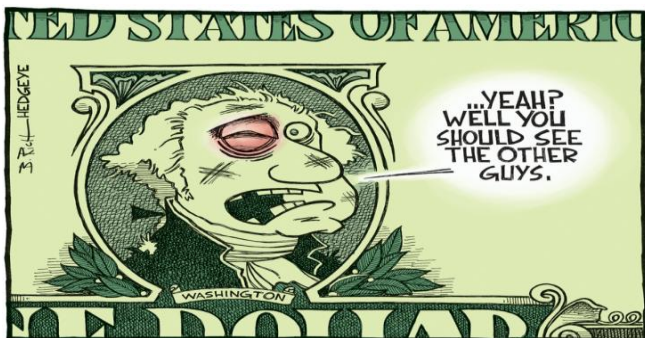
Actualmente, la hegemonía del dólar es abrumadora: cerca del 60 % de las reservas internacionales están denominadas en

<sup>2</sup> DXY Dollar Index representa el valor del dólar frente a una cesta de divisas compuesta por EUR, JPY, GBP, CAD, SEK y CHF.

<sup>3</sup> Bloomberg Euro Index representa el valor del euro frente a una cesta de divisas compuesta por USD, GBP, JPY, PLN, CHF, SEK, CAD, NOK y CNH.

dólares. Un 64 % de la deuda global se emite en dólares. El 58% de los pagos internacionales, excluyendo las operaciones dentro de la eurozona, se realizan en esta divisa. Además, el dólar se utiliza para facturar alrededor del 54% del comercio mundial, muy por delante del euro (25%) y a gran distancia de yenes, libras y renminbis. El sesgo global hacia el dólar como la principal opción es claro, teniendo en cuenta que el PIB de EE.UU. representa el 26 % del total.

No son infundadas las opiniones que apuntan a que determinadas acciones de EE.UU. socavan la percepción y la preferencia por el dólar. Por ejemplo, los países toman nota del uso creciente de sanciones económicas —en dólares— contra países que actúan en contra de EE.UU. e incluso, aunque hoy sean aliados —en el futuro no se sabe—, y sus reservas pueden estar en riesgo. Las acciones de Trump ponen en entredicho la sostenibilidad de las instituciones que mencionábamos antes, así como la estabilidad fiscal y política, la credibilidad legal o incluso la protección de los derechos de propiedad. Estas preocupaciones ya venían gestándose bajo la superficie, pero Trump las acelera tanto por el fondo de sus medidas como por la forma.



Por todo lo anterior, entendemos que tiene sentido que haya una mayor diversificación

en las reservas de divisas o incluso que se incremente el número de transacciones internacionales en otras monedas. Por ejemplo, [Arabia Saudí vendiendo crudo en euros o renminbis ya sucede y](#), aunque es marginal, podría repuntar. Pero de ahí a hablar de la pérdida de hegemonía en el corto plazo es mucho pedir. No solo es complejo cumplir con todos los requerimientos para ser divisa global, sino que, como decíamos antes, tiene que existir una alternativa claramente mejor para romper el inmenso consenso y la comodidad del mundo con el dólar.

Nuestras carteras siempre han sido globales y con amplia exposición a distintas divisas, lo que este semestre ha supuesto el principal freno a la rentabilidad. Estamos convencidos de que la fortaleza del euro y la debilidad del dólar han sido movimientos excesivos en muy poco tiempo. A largo plazo, creemos que esta diversificación debería aportar estabilidad. Incluso nos planteamos, si el eur/usd alcanzara niveles de 1,20, aumentar la exposición al dólar. En cuanto al *asset allocation*, mantenemos la idea de que, si el mercado ofreciera una oportunidad, incrementaríamos el peso en renta variable. Por ahora, preferimos mantener la posición actual.

Feliz verano a todos.

Pelayo Gil-Turner Smith