

Perspectivas del sector siderúrgico tras la guerra comercial

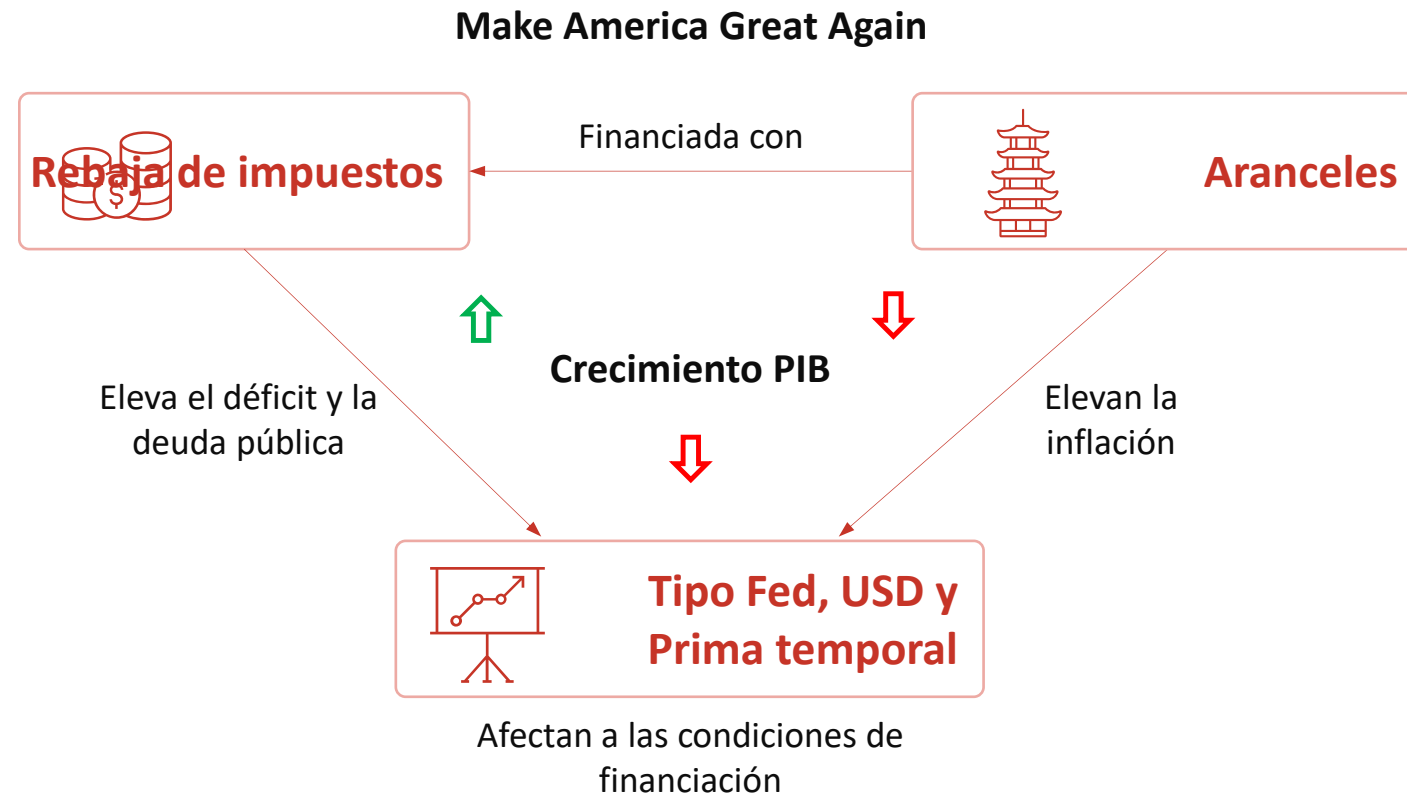
12 de junio de 2025





Panorama económico

El “trilema” imposible de Trump 2.0 entre las políticas fiscal, comercial y monetaria



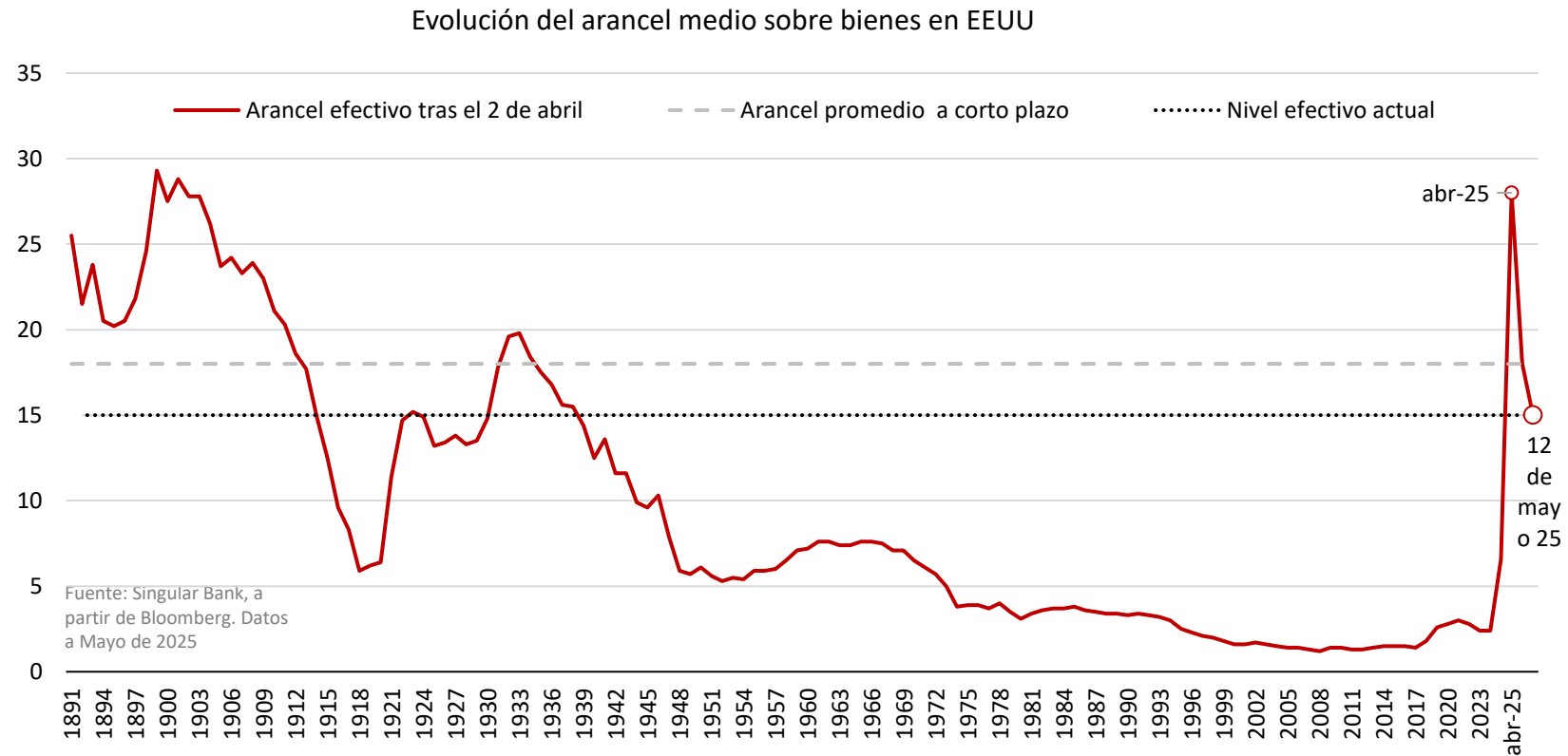
Fuente: Singular Bank

- La Administración Trump 2.0 afronta un aparente “trilema” en EEUU entre los efectos positivos de una relajación regulatoria y de rebajas de impuestos, de en qué medida éstas se financian con unos aranceles que serían inflacionistas, y de cómo reaccionan la Reserva Federal y los tipos a largo plazo si se vislumbra más inflación y más déficit público. Si la Fed se ve obligada a mantener una política muy restrictiva y la curva de deuda estadounidense se aproxima al 5%, se ejercería más presión negativa sobre la actividad económica y empresarial.



Panorama económico

El arancel efectivo medio de EEUU multiplicará al de años anteriores a pesar de la pausa de 90 días



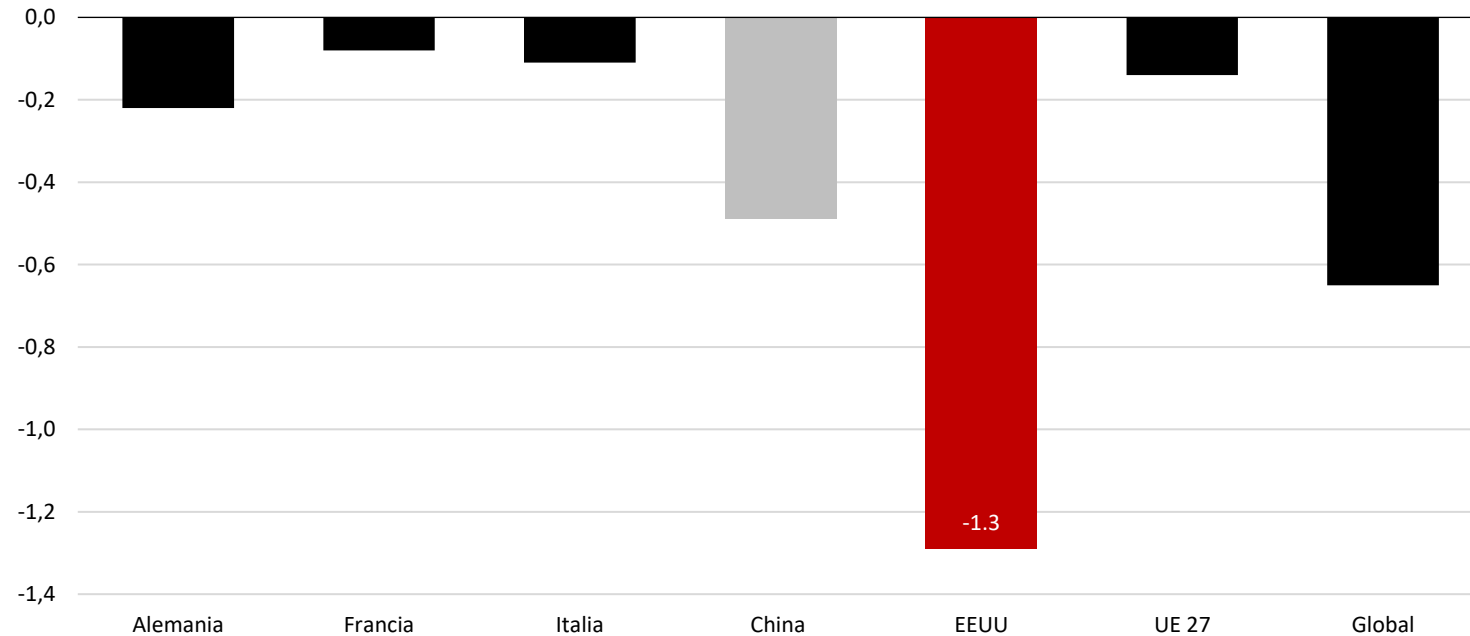
- Por el momento no se vislumbra el resultado de las negociaciones con la UE, por lo que no se puede descartar totalmente el hecho de que la Administración Trump 2.0 imponga finalmente un arancel al bloque comunitario del 20%. A su vez, parece probable que *Maganomics* imponga un arancel universal de un 10% y que el gravamen de referencia con China pueda situarse en niveles próximos a los propuestos durante la campaña electoral. La pausa arancelaria de 90 días reduce significativamente la probabilidad de recesión en EEUU.



Panorama económico

El riesgo de desglobalización persiste, y el proteccionismo impactará especialmente en EEUU y China

Cambio estimado en la producción real por países en el corto plazo con los aranceles ahora en vigor (%)



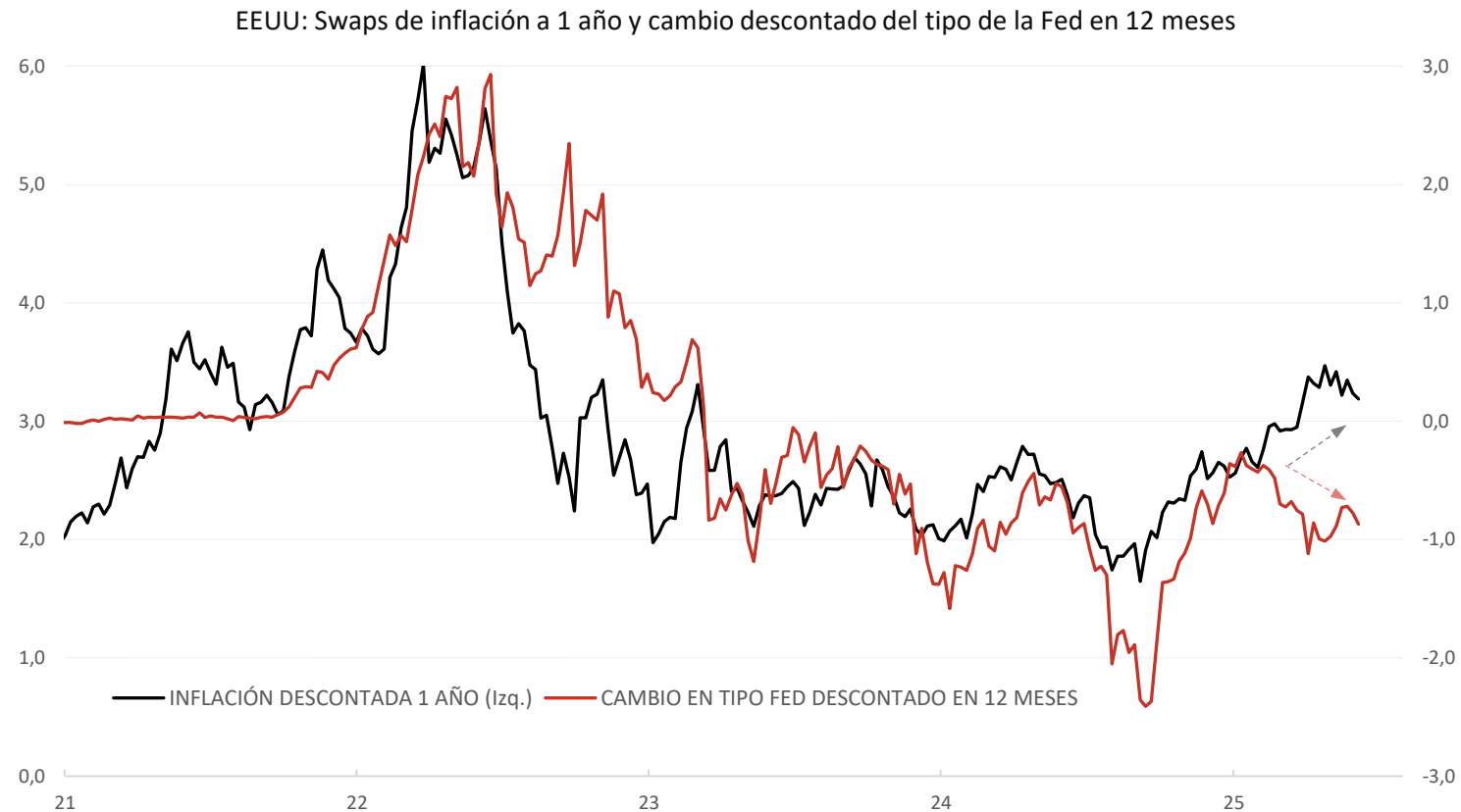
Fuente: Singular Bank a partir de
Kiel Institute for the World
Economy, Mayo de 2025

- A pesar de los acuerdos con Reino Unido y China, se mantiene la incertidumbre sobre el contexto comercial y geoeconómico. Según Kiel Institute, tras la pausa temporal arancelaria entre EEUU y China y el acuerdo comercial con Reino Unido, las economías más afectadas en términos de pérdida de producción a corto plazo serán las 2 grandes potencias mundiales. En un contexto en el que las exportaciones europeas podrían verse beneficiadas por el efecto sustitución, y en el que las presiones inflacionistas se concentrarán en EEUU.



Panorama económico

Política monetaria: Se descuenta que la Fed rebajará 80 p.b. aunque repunte la inflación

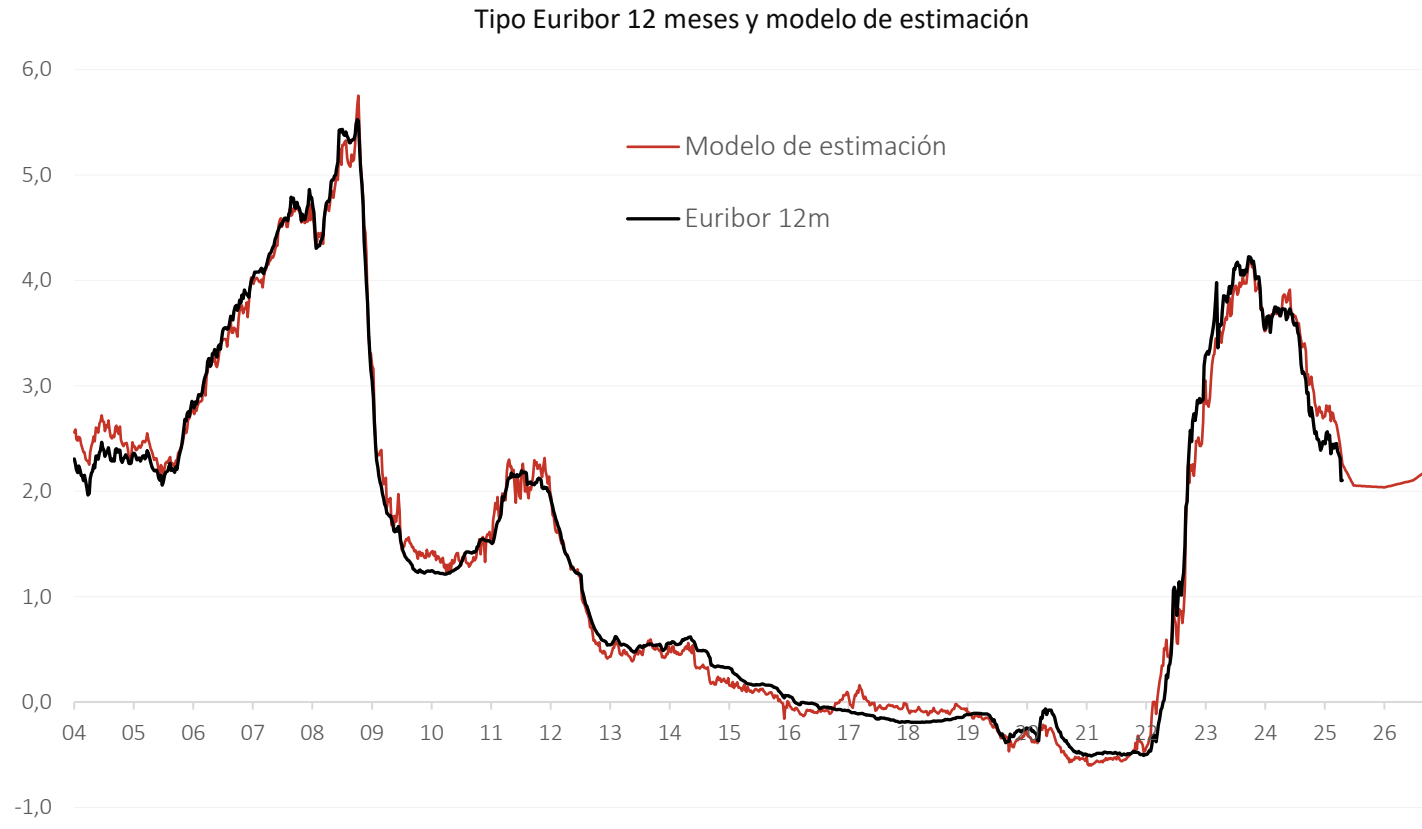


- Unos aranceles inferiores a los inicialmente anunciados y los retardos con los que funcionan las cadenas de aprovisionamiento hacen probable que el repunte de la inflación sea gradual y no alcance los niveles temidos. Aun así, vemos probable que la Reserva Federal tarde algunos meses en reanudar los recortes (al menos hasta septiembre), que ahora el mercado descuenta de unos 80 p.b. en los próximos 12 meses hasta un tipo todavía algo restrictivo en 3,25%-3,50%.



Panorama económico

Los tipos de interés en la Eurozona están ya próximos a tocar suelo, con un posible repunte en 2026



- Prevemos que el BCE se pare entre el 2,00% y el 1,75% pero que se descuenten una o dos subidas en 2026, con lo que el Euribor a 12 meses (~2,05%) apenas podría descender marginalmente por debajo del 2,0% este verano, para iniciar después una leve tendencia alcista hacia 2,2%-2,4% el año que viene. Con el swap a 20 años al 2,7%, se descuenta que el BCE aplicará de media un 2,3%. Financiarse a tipos variables resultará más barato a corto plazo, y supondría además una cobertura implícita al abaratar la hipoteca en periodos de crisis.



Panorama económico

Proyecciones en el escenario base 2025-2026

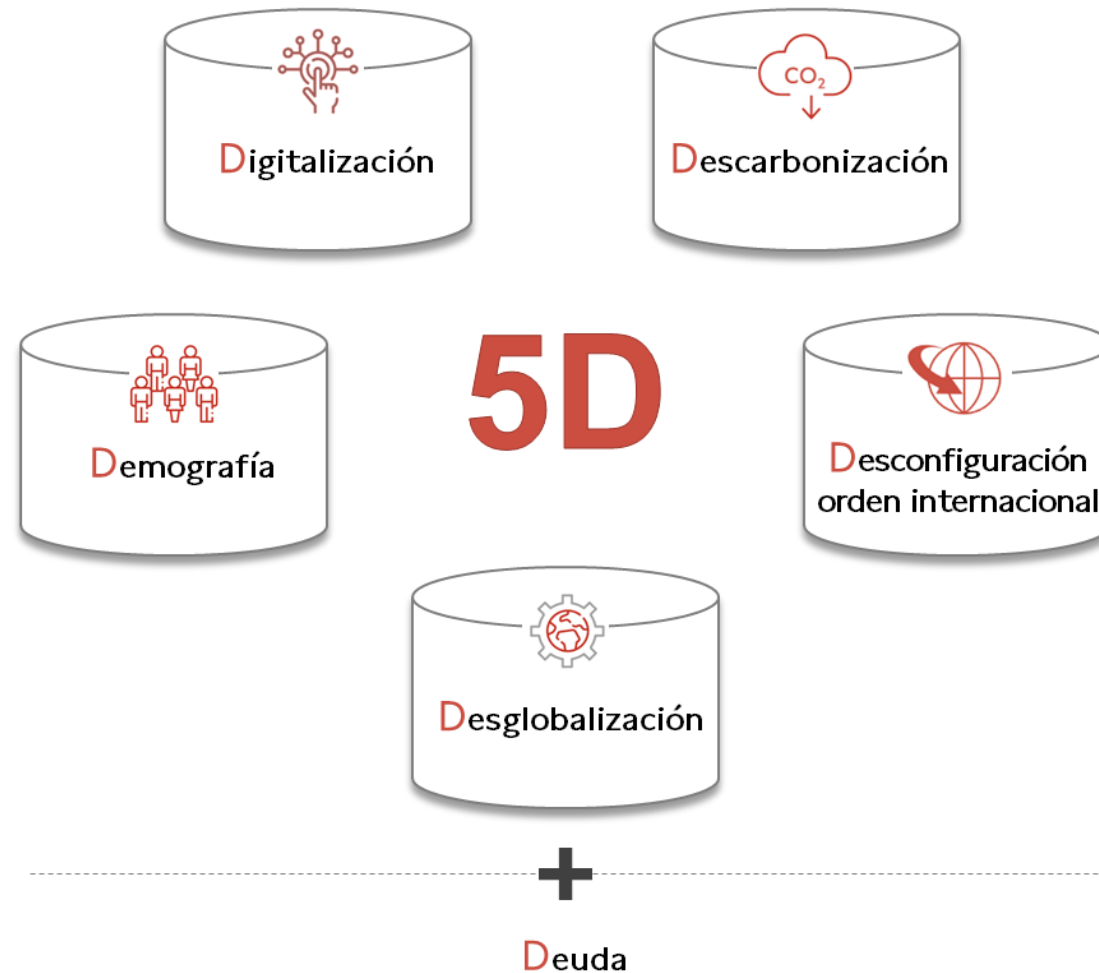
	PIB (% var. anual)			Inflación (% media anual)			Saldo presupuestario (% PIB)		Tasa de desempleo (% pobl. activa)	
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
EEUU	2.8	1.3	1.7	3.0	3.0-	2.8+	-6.5	-7.2	4.3	4.6
Eurozona	0.8	0.9	0.9	2.4	2.0+	1.7-	-3.1	-3.1	6.3	6.5
Alemania	-0.2	0.0	0.9	2.3	2.2+	1.8	-2.3	-2.6	6.1	5.8
Francia	1.1	0.5	0.7	2.0	1.2+	1.8	-5.7	-5.4	7.5	7.7
Italia	0.5	0.5	0.5	1.0	1.8-	1.8	-3.2	-3.1	6.6	7.2
España	3.2	2.5	1.7	2.8	2.5+	1.7-	-3.0	-3.0	10.9	10.9
Reino Unido	1.1	1.0	0.9	2.5	3.0	2.4	-4.9	-4.0	4.8	5.0
Australia	1.0	1.8	2.1	3.2	2.2-	2.9-	-0.2	0.0	4.3	4.4
Japón	0.1	0.8	0.2	2.7	2.8+	1.6	-3.5	-3.5	2.4	2.4
China	5.0	4.1	3.9	0.2	0.2	0.8	-10.9	-10.8	3.9	3.8
India	6.7	6.4	6.4	4.9	3.8-	4.4-	-4.9	-4.5	8.1	7.8
Indonesia	5.0	4.8	4.8	2.3	2.0	3.0	-2.6	-2.1	5.0	4.9
Arabia Saudí	1.3	5.0	5.1	1.7	2.0-	1.8-	-3.2	-3.7	3.2	3.1
México	1.2	0.0	1.9	4.7	3.7	3.6	-3.4	-3.1	3.3	3.9
Canadá	1.5	0.9	0.3	2.4	2.2-	2.6+	-2.3	-3.8	7.2	6.7
Brasil	2.9	1.2	1.4	4.4	5.4	4.3-	-8.9	-10.1	6.7	7.3

Fuente: Singular Bank a partir Oxford Economics, CE y previsiones propias, 2025



Panorama económico

Nuevos paradigmas: Cinco grandes tendencias con efectos asimétricos sobre las economías y empresas

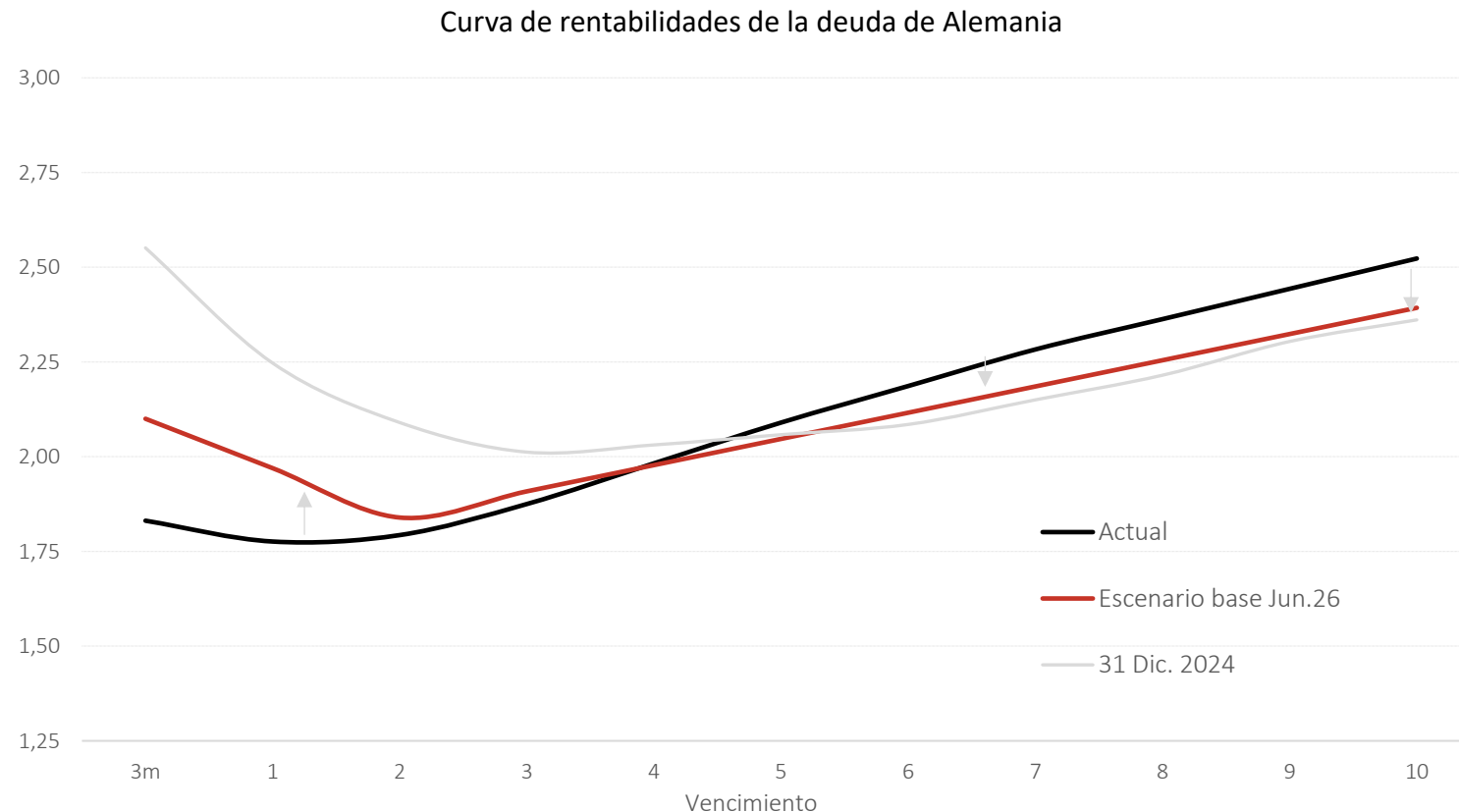


Fuente: Singular Bank



Condiciones de financiación: Deuda pública

Margen para un moderado descenso de las curvas de tipos de interés



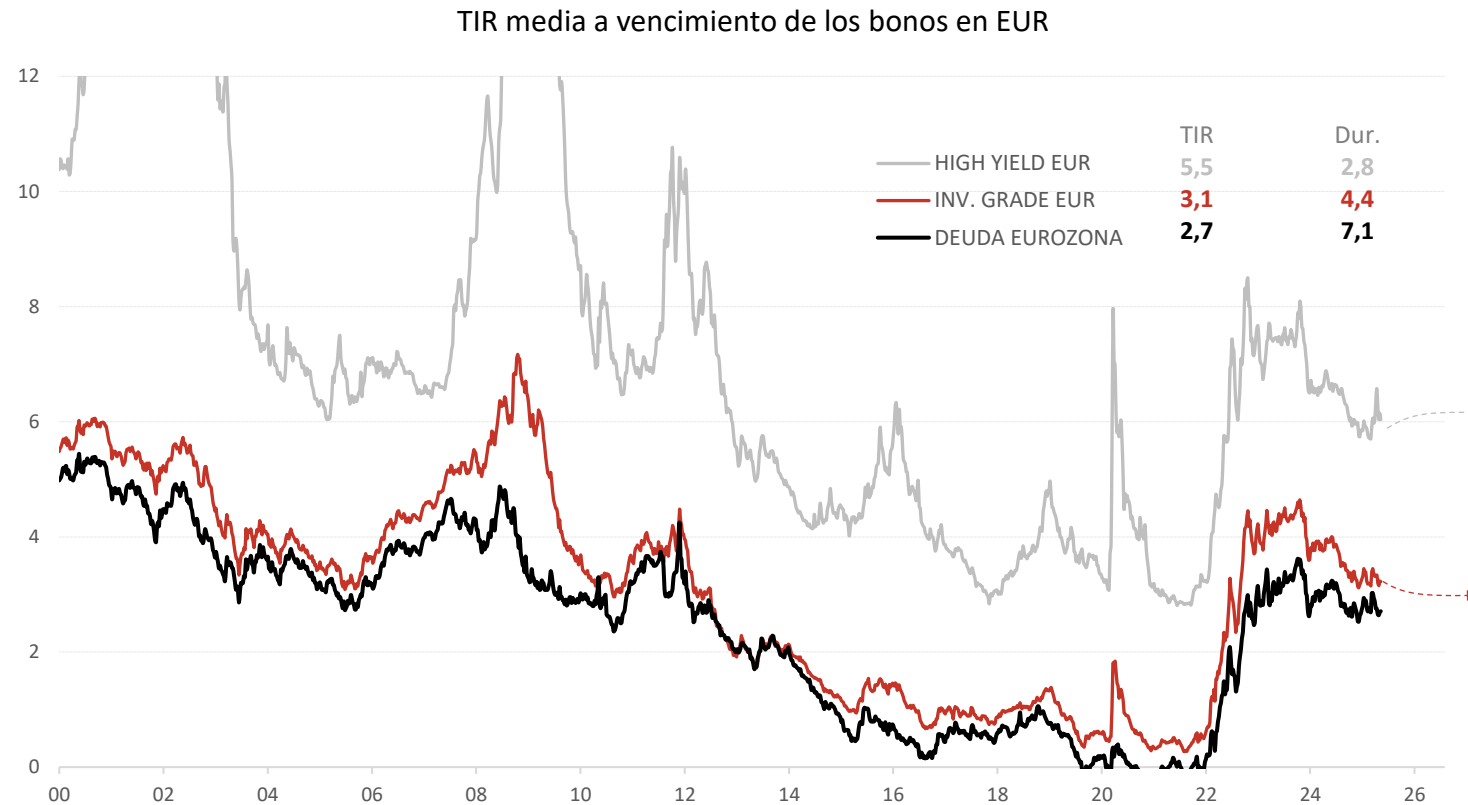
Fuente: Singular Bank, a partir de Refinitiv. Datos a 05/06/2025

- La curva de EEUU estará presionada a la baja en sus tramos corto e intermedio por las rebajas de tipos de la Fed, pero al alza en el tramo largo por la exigencia de una creciente prima temporal. En la Eurozona, la pendiente de la curva parece insosteniblemente alta en comparación con EEUU, pero se descuenta que el BCE seguirá debajo del 2,0% en 2026. Si se corrigieran ambos factores, podrían repuntar los tipos a corto plazo pero descender los de largo (prevemos que el 10 años de Alemania retroceda al entorno del 2,4%).



Condiciones de financiación: Bonos corporativos

Margen moderado para que se abaraten los costes de financiación de los hogares y de las empresas

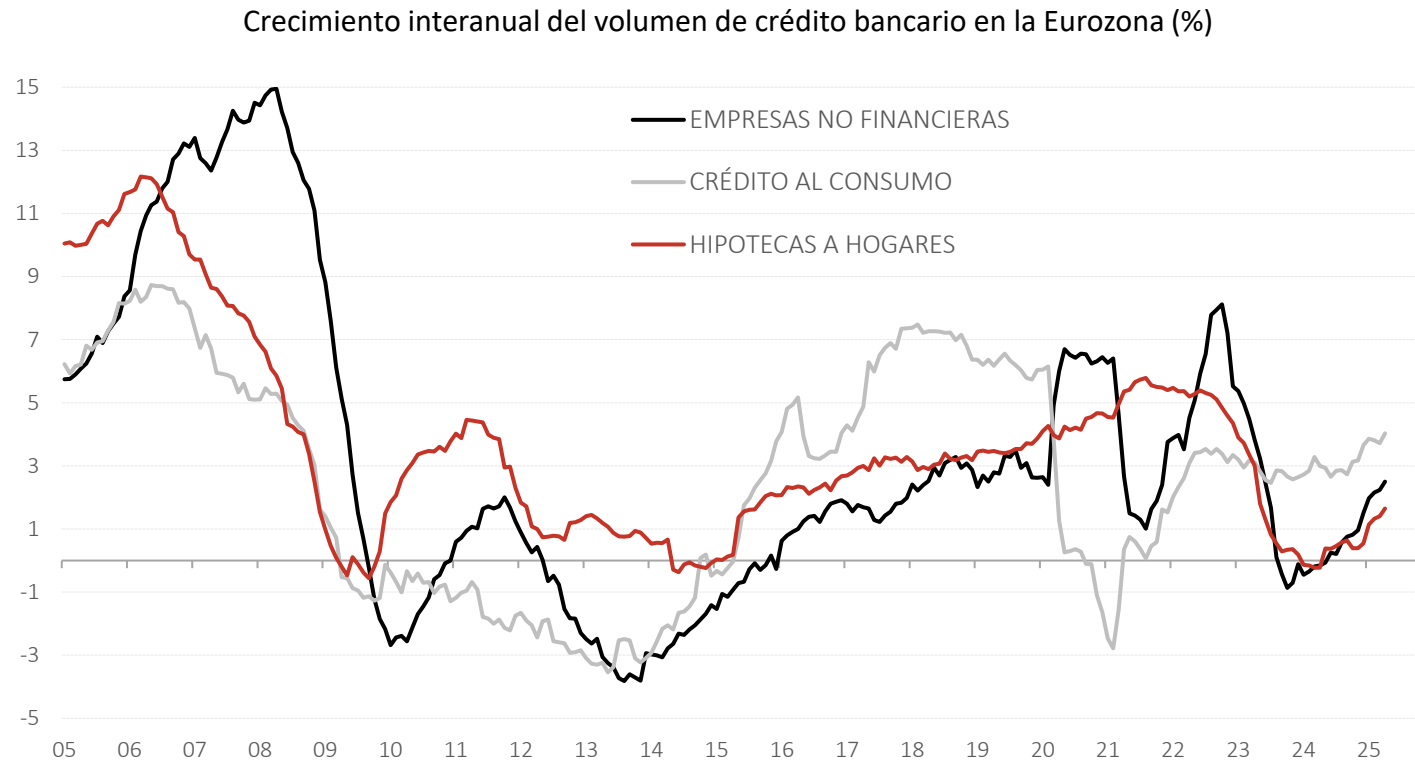


- Los diferenciales crediticios se están moviendo en estrecha correlación con las bolsas. Tanto en IG como en HY, en EEUU y en Europa, han retrocedido unas tres cuartas partes de las subidas desde finales de febrero. El spread medio del IG vuelve a estar algo por debajo de los 100 p.b. mientras que el del HY ronda los 330 p.b., lo que sitúa las TIR promedio en EUR en el 3,1% y el 5,5% respectivamente. Esto irá permeando en los tipos de interés que aplica la banca, abaratando algo más los costes de financiación de los hogares y de las empresas.



Condiciones de financiación: Crédito bancario

Un crecimiento del crédito bancario que converge con el del PIB nominal



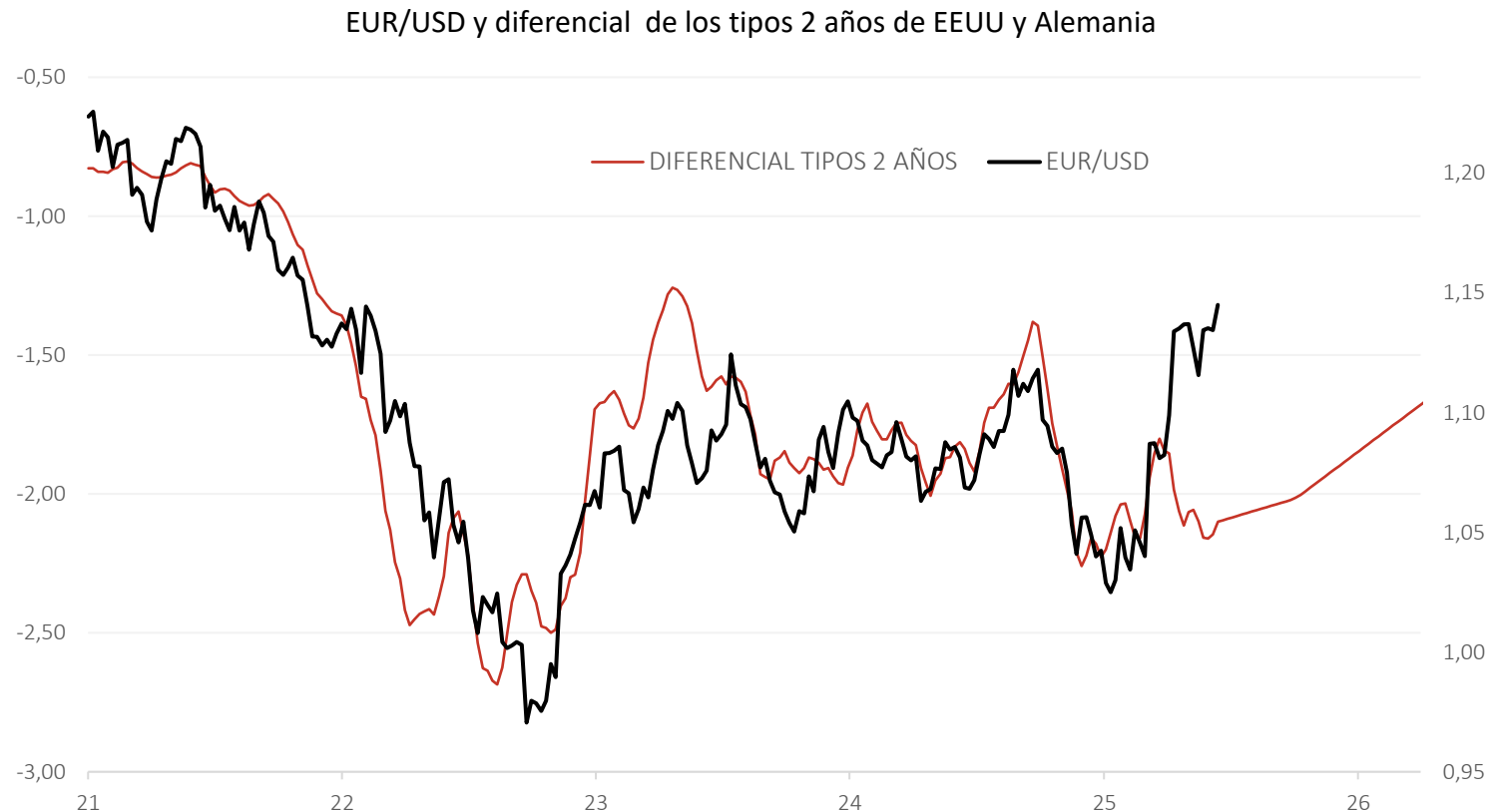
Fuente: Singular Bank, a partir del BCE y Refinitiv. Datos a 05/06/2025

- Tras más de una década de desapalancamiento, con robusta solvencia y abundante liquidez en el mercado interbancario y una mayor demanda de hogares y empresas, la banca está incrementando gradualmente el crédito concedido, aunque sigue lastrado por una regulación que penaliza (en el consumo de fondos propios) los préstamos de mayor riesgo y estando muy enfocados en crear valor para sus accionistas con la recompra de su exceso de capital. El crédito bancario convergerá con el crecimiento del PIB nominal, entre el 3%-4% anual.



Divisas

El gran diferencial de intereses podría devolver temporalmente el USD debajo de 1,10 €/€

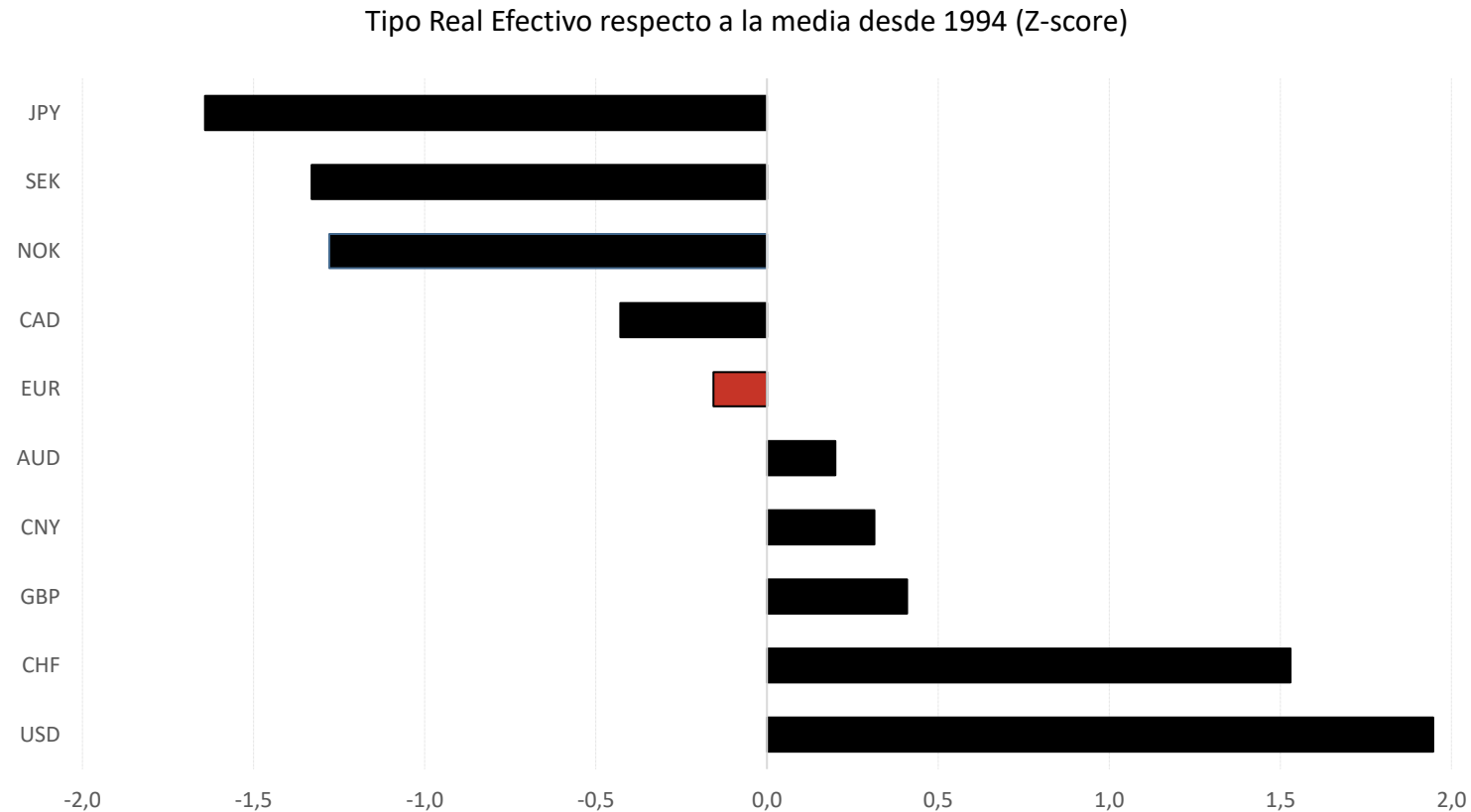


- El USD está presionado por las coberturas de parte del riesgo-divisa en la renta variable de EEUU. Pero si éstas se estabilizaran, deberían de volver a prevalecer los flujos de renta fija movidos por un diferencial de intereses, que aún justificaría que retroceda temporalmente por debajo de 1,10 €/€. Sin embargo, a largo plazo, el USD sigue sobrevalorado, debe abarataarse para facilitar la financiación del creciente “déficit gemelo” de EEUU y continuará depreciándose a medida que la Fed vaya relajando su política monetaria y sus tipos converjan con los de la Eurozona.



Divisas

Divergencias en la valoración debidas a las heterogéneas políticas monetarias y dinámicas de inflación



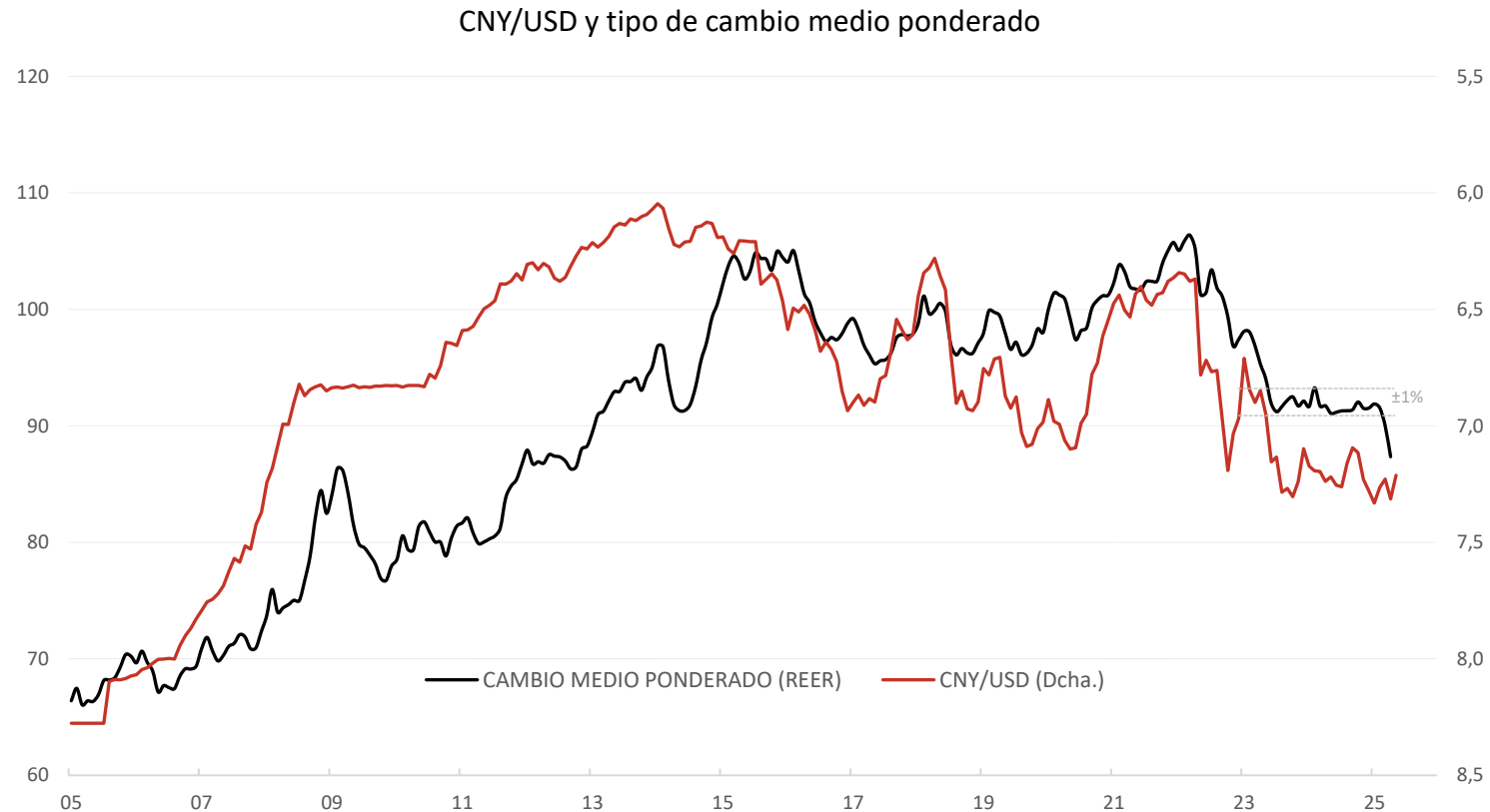
Fuente: Singular Bank, a partir de
BCE, FMI, BIS y Refinitiv. Datos a
05/06/2025

- Persisten las desviaciones sustanciales de las valoraciones de las divisas respecto a sus paridades de equilibrio de largo plazo, El yen japonés y las coronas de Suecia y Noruega están muy infravaloradas mientras que el USD, a pesar de su reciente depreciación, permanece muy sobrevalorado. Su tipo de cambio debería continuar ajustándose a medida que la Fed recorte tipos, lo que arrastrará algo a la libra esterlina.



Divisas

El banco central de China no está contrarrestando la debilidad del USD, lo que supone devaluar su moneda



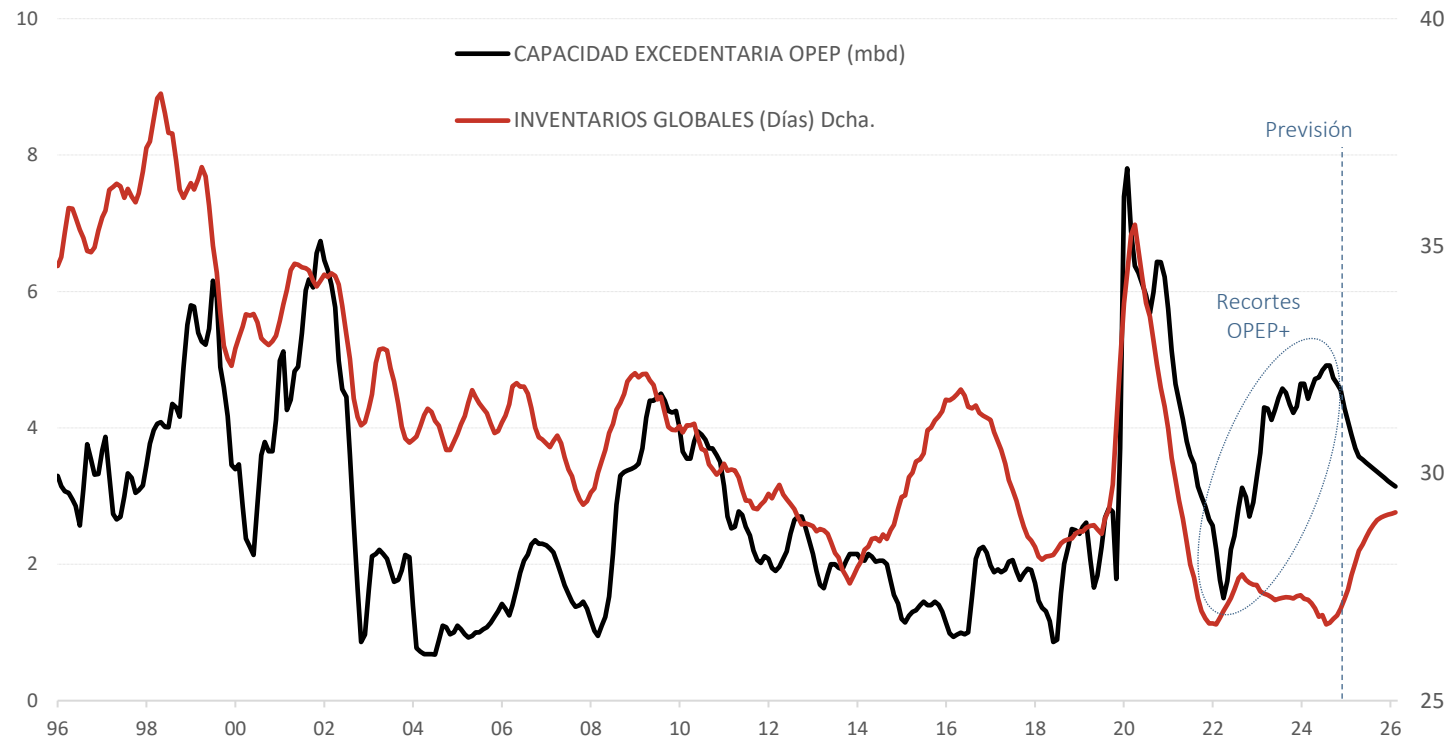
- China gestiona realmente su tipo de cambio respecto a una cesta representativa de sus flujos comerciales, y considerando la cotización bilateral frente al USD como un factor de estabilización de sus flujos de capitales. Sin embargo, la abrupta depreciación del USD ha arrastrado al cambio ponderado del Yuan, que ha abandonado el rango relativamente estrecho en el que se movió en los dos últimos años. Esto mejora la competitividad de China y resulta perjudicial para las empresas europeas.



Materias primas: **Petróleo**

La OPEP+ revierte los recortes de cuotas de producción presionando a la baja los precios

Inventarios de hidrocarburos en la OCDE (en días de consumo) y capacidad excedentaria de la OPEP (mbd)



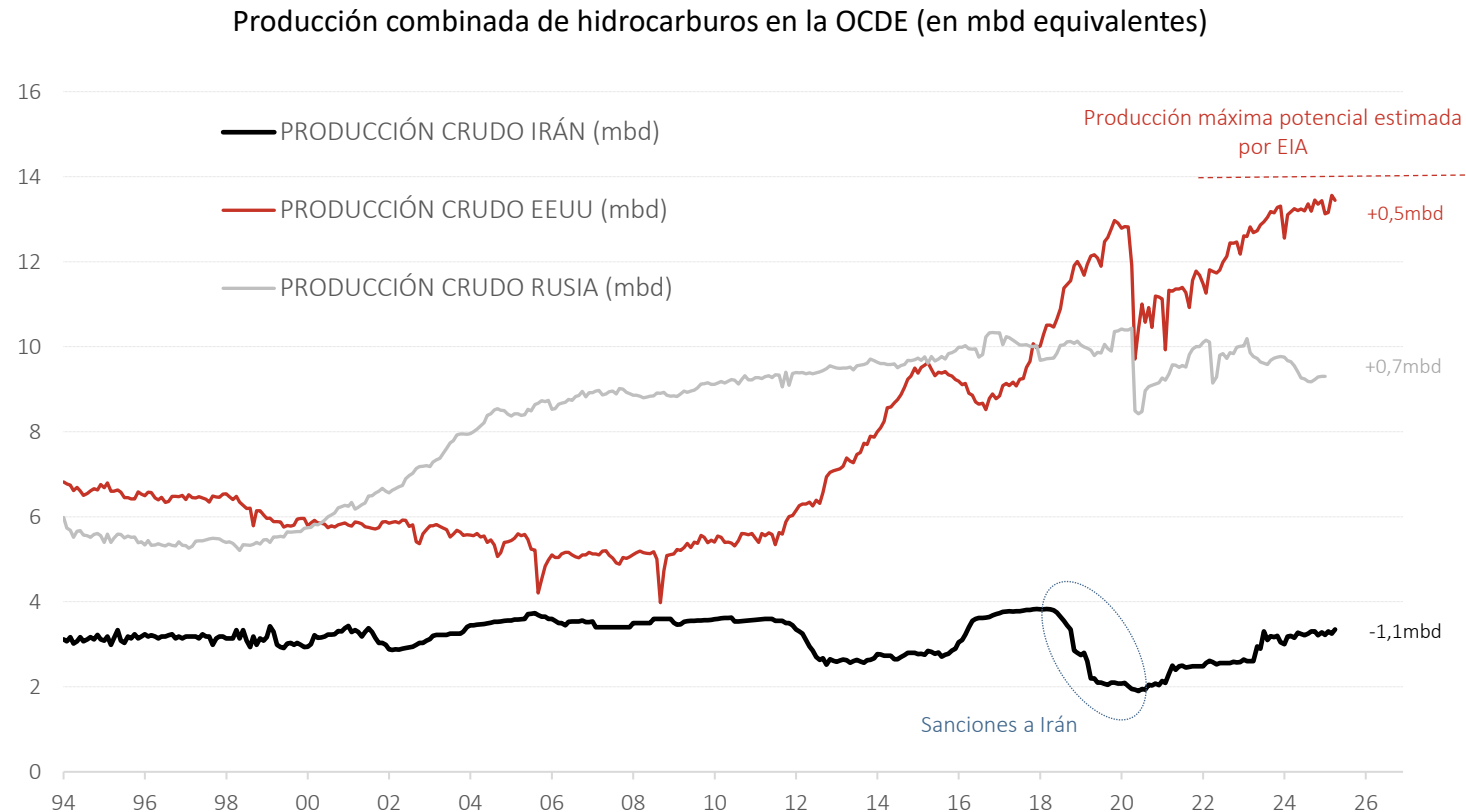
Fuente: Singular Bank, a partir de la OPEPa, OCDE y Refinitiv. Datos a 05/06/2025

- La OPEP+ ha decidido acelerar los aumentos previstos de producción, con las aparentes intenciones de castigar a los miembros que estaban excediendo sus cuotas y de alinearse geoestratégicamente con la Administración Trump propiciando un abaratamiento de la energía. Esto llevará a una recomposición de los anormalmente bajos inventarios, incluyendo las reservas estratégicas de crudo de EEUU.



Materias primas: **Petróleo**

Margen limitado para que EEUU pueda incrementar su extracción de hidrocarburos

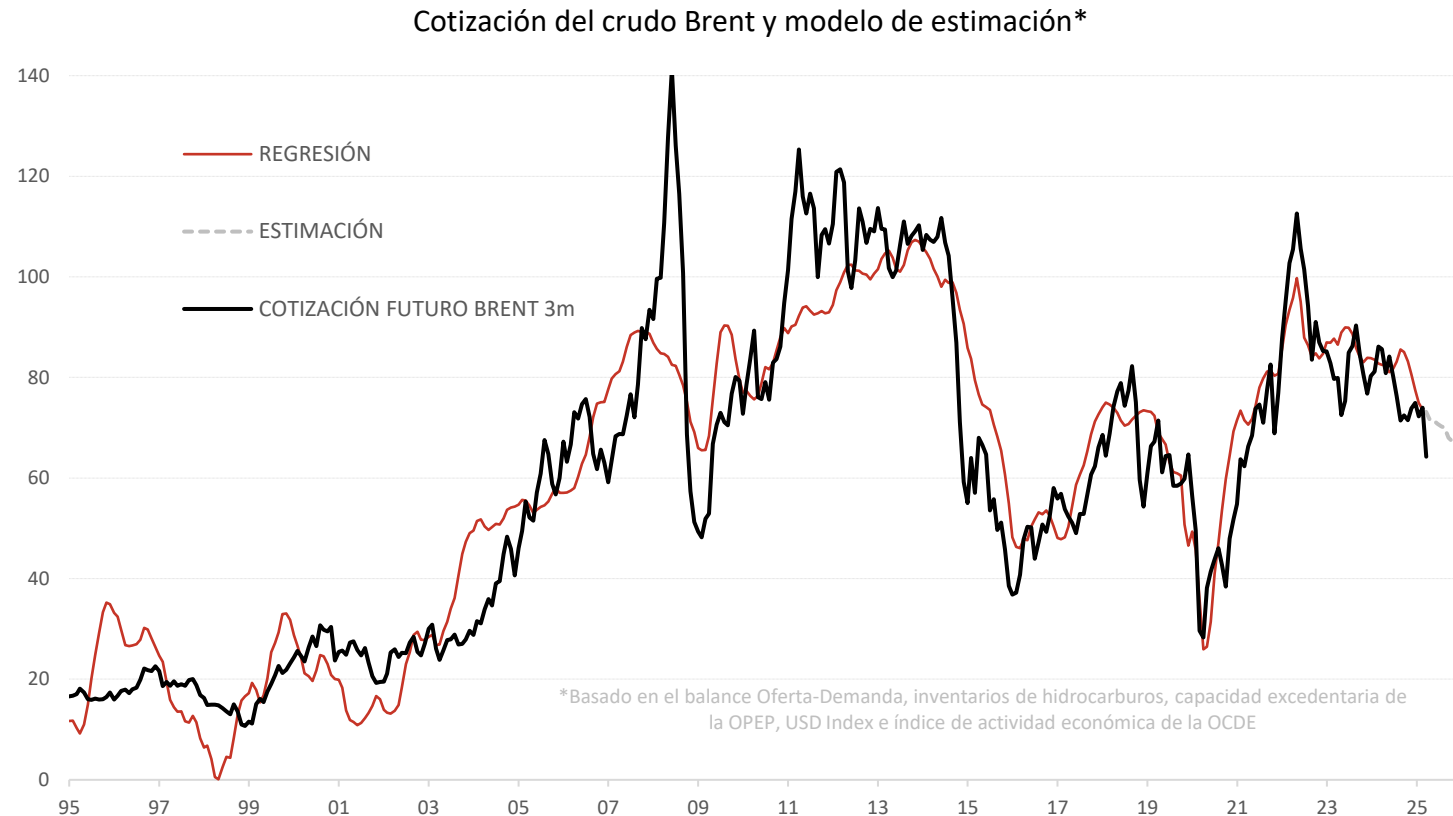


- La Administración Trump pretende incrementar la producción de hidrocarburos de EEUU facilitando los permisos y reactivando algunos proyectos que fueron suspendidos por criterios medioambientales. Sin embargo, la propia Agencia de la Energía de ese país destaca los problemas logísticos y operativos y el declive natural de los yacimientos en explotación que sitúan la producción actual ya muy cerca del máximo potencial a medio plazo, con un probable descenso a partir de los últimos años de esta década.



Materias primas: **Petróleo**

El petróleo debería de sostenerse en el rango 60\$-70\$/bl



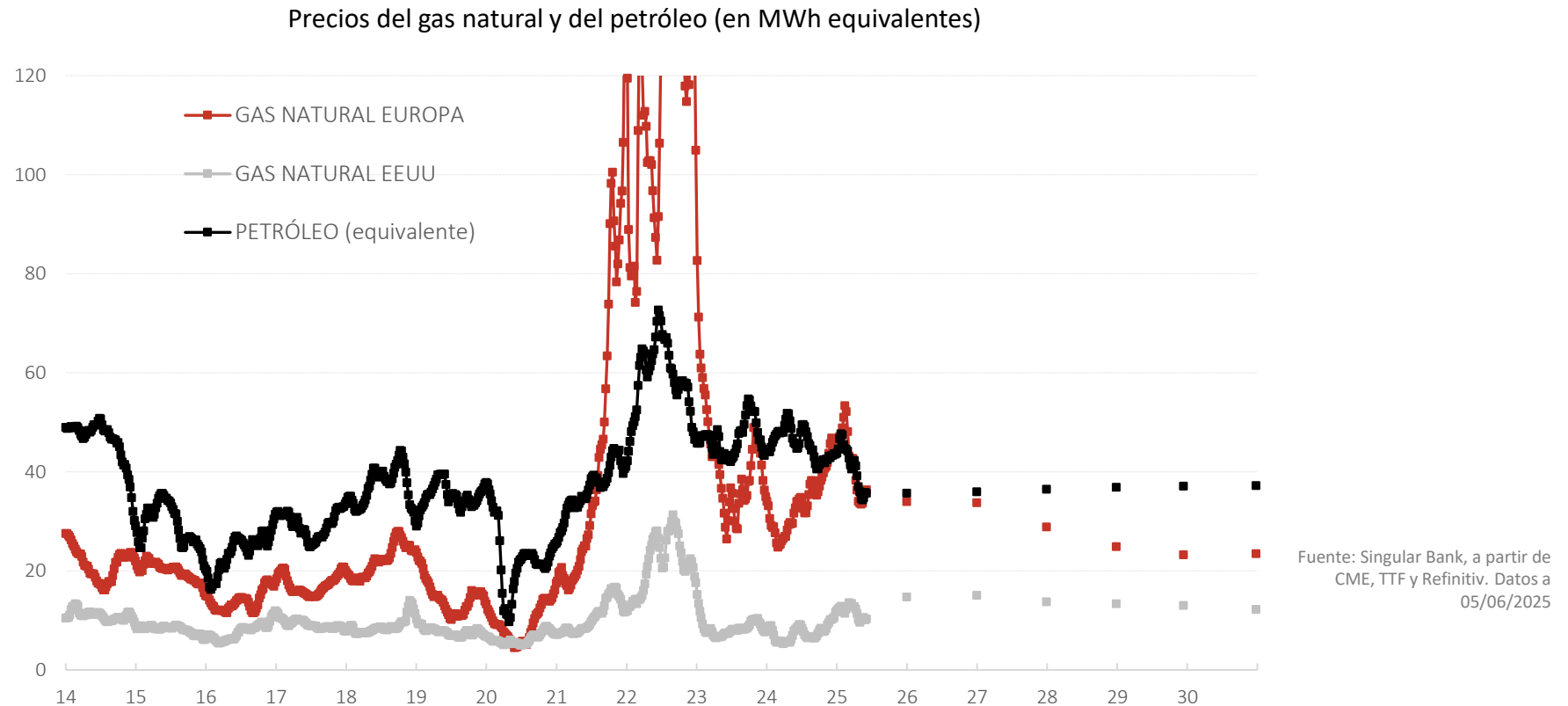
Fuente: Singular Bank, a partir de la Agencia Internacional de la Energía, OCDE y Refinitiv. Datos a 07/03/2024

- El exceso de oferta limitará los rebotes hacia 70\$, mientras que los bajos inventarios y la menor rentabilidad de los nuevos yacimientos deberían de poner un suelo cerca de 60\$/bl. El modelo de estimación apunta a que el Brent pueda situarse algo por debajo de 70\$/bl dentro de un año, con un abaratamiento en términos reales que se acelerará a final de la década cuando se alcance el punto de inflexión en el consumo mundial de hidrocarburos.



Materias primas: Gas natural

El aumento de oferta de gas licuado continuará presionando a la baja los precios

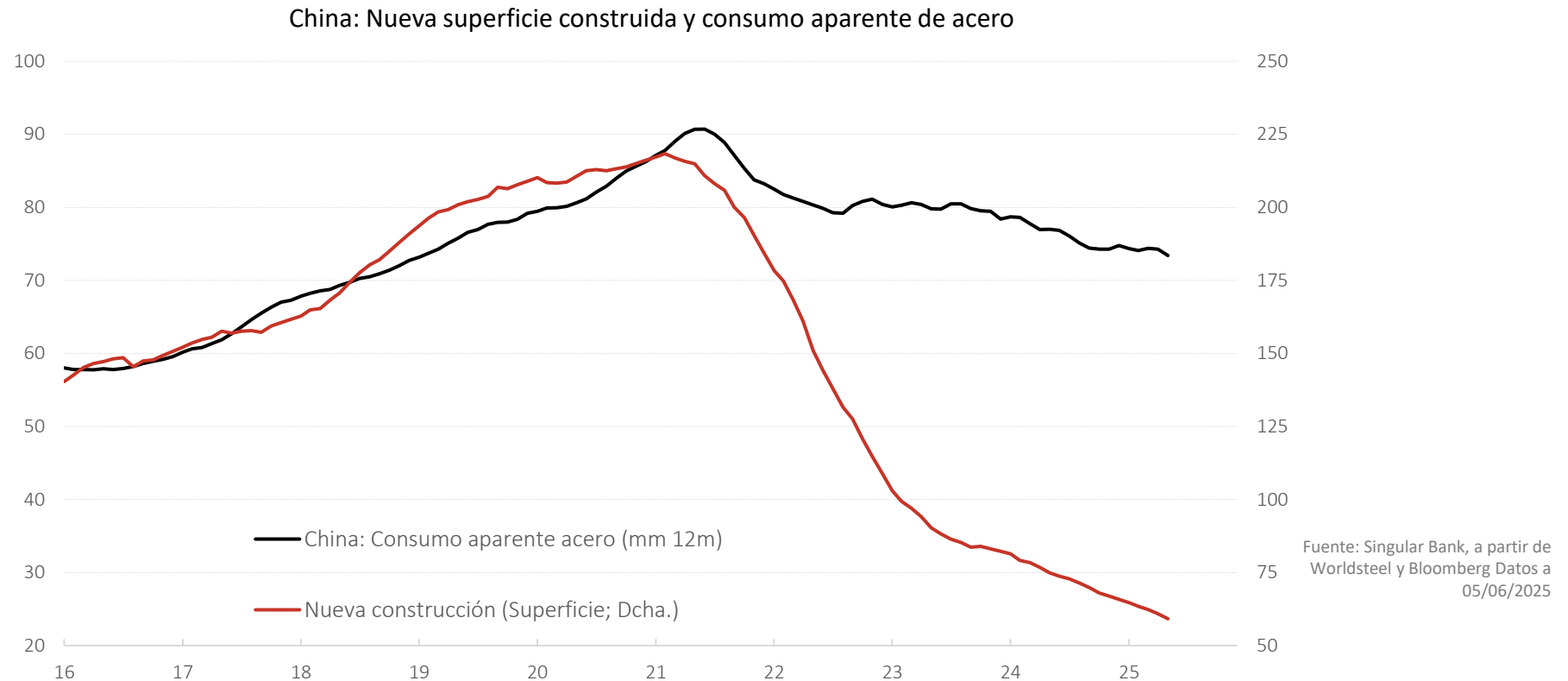


- A partir de 2026 entrará en el mercado mundial una gran cantidad de nueva oferta de gas licuado que continuará relajando las cotizaciones y permitiendo una convergencia parcial hacia las de EEUU (con la referencia TTF tendiendo a medio plazo al rango hacia 20-25 €/MWh). Esto seguirá incentivando el abandono del carbón y el gasóleo como fuentes de generación de electricidad, y presionará a la baja los precios al entorno de 50 €/MWh.



Materias primas: Acero

Sin signos de inflexión en el colapso de la construcción en China que reduce el consumo aparente de acero...



- Parece probable que la demanda de acero y productos siderúrgicos en China no vuelva nunca al máximo de 2021. El desplome de la construcción residencial y comercial y el proceso de relocalización productiva auguran un descenso mayor del consumo aparente en los próximos años. Al igual que en el pasado, cuando la demanda china de acero se frena, las exportaciones netas aumentan y presionan significativamente a la baja los precios mundiales.



Materias primas: Acero

...que provoca un exceso de capacidad que tiende a exportarse al resto del mundo



Fuente: Singular Bank, a partir de
Worldsteel y Refinitiv Datos a
05/06/2025

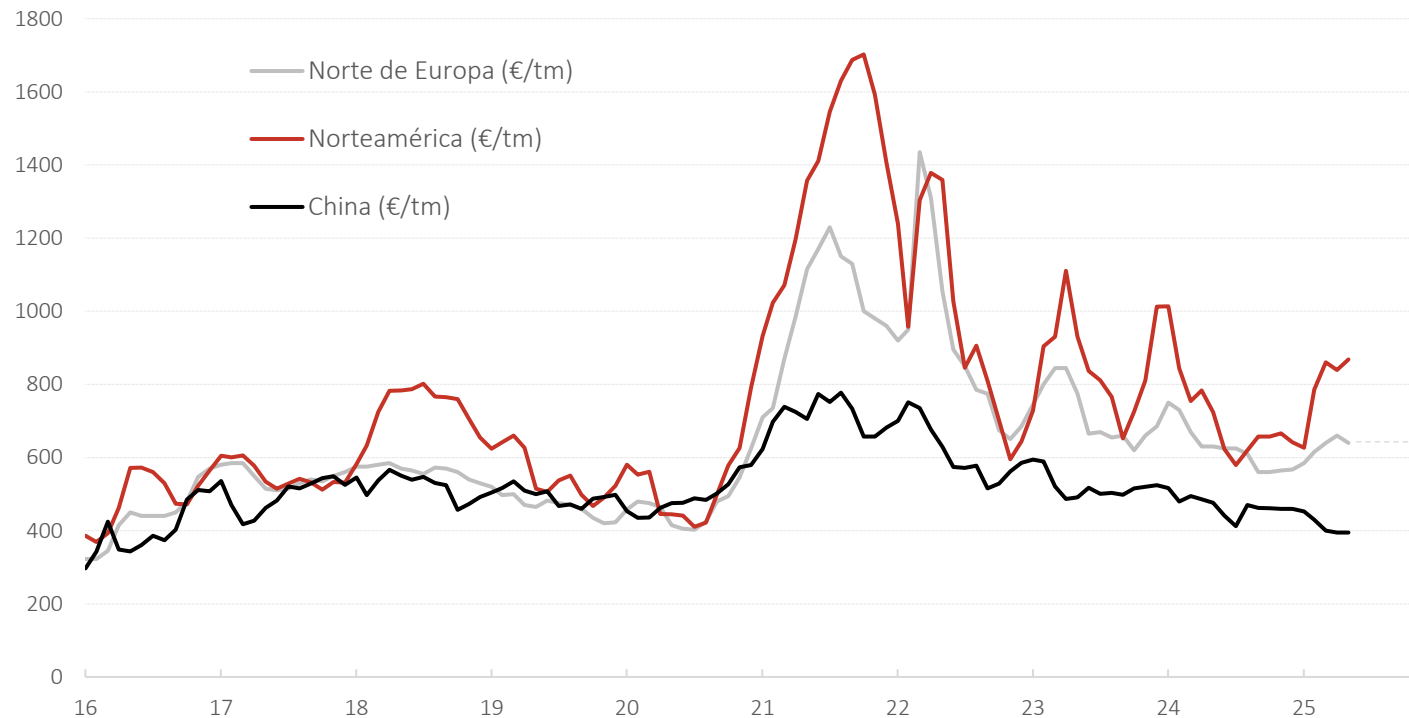
- Después del máximo histórico de 109 millones de Tm de exportaciones netas de China, se estima que este año se reduzcan a unos 90mTm por los aranceles de EEUU y las medidas proteccionistas de la UE y de otros países. Sin embargo, no se vislumbran ni una recuperación de la demanda de hierro y acero en China ni un cierre significativo de capacidad instalada. Su sector continuará por lo tanto operando en alrededor del 85%, con baja rentabilidad y con incentivos para exportar cerca de coste.



Materias primas: Acero

...y que deprime los precios en Asia amenazando al resto del mundo

Precio del acero (HRC – bobinas laminadas en caliente FoB en EUR por tm)



Fuente: Singular Bank, a partir de Worldsteel y Bloomberg Datos a 05/06/2025

- En Europa la utilización de capacidad ronda el 62% con una demanda estancada. Esto hace que las acerías tengan poco poder de fijación de precios y dependan de las medidas proteccionistas de la Comisión Europea para atenuar la presión de las importaciones desde China. Esperamos que la moderación de los costes de las materias primas mantenga los precios medios del acero HRC en la UE alrededor de los 600 €/Tm en 2025 y 2026.



Materias primas: Acero

EEUU se defiende con unos aranceles de EEUU que expulsan a los exportadores de la UE...

Impacto del arancel de EEUU al acero en los precios de venta (HRC)

País	Volm en import. 2024 (t)	Cuota	Precio de export. \$/t)	Costes de flete y otros (\$/t)	Arancel	Precio total import. \$/t)	Diferencial actualvs. EEUU (\$/t)
Canadá	1.088	48%	590	45	50%	930	90
Corea del Sur	443	20%	607	91	50%	1.001	161
Unión Europea	194	9%	633	94	50%	1.044	204
Japón	214	9%	486	94	50%	823	-17
México	156	7%	689	49	50%	1.083	243
Brasil	79	4%	494	90	50%	831	-9
Turquía	18	1%	508	99	50%	861	21
Estados Unidos						840	

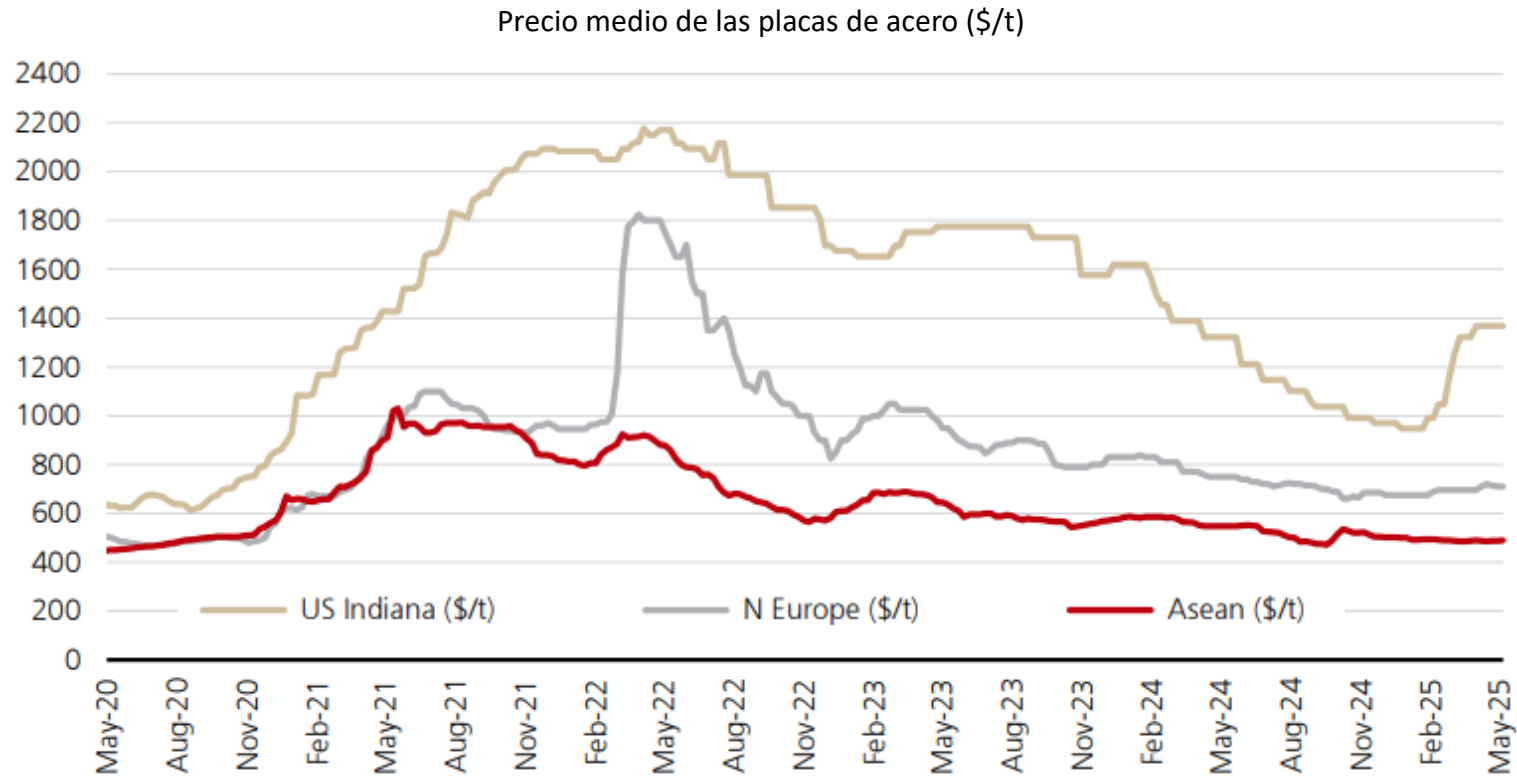
Fuente: Singular Bank, a partir
de US Census y UBS Datos a
05/06/2025

- Con las siderúrgicas de EEUU operando <80% de su capacidad, los aranceles del 50% al acero y el aluminio les permitirá recuperar cuota de mercado (actualmente ~90%) y vender a precios algo más elevados, incentivando incluso la reactivación de las instalaciones menos rentables. La estructura de costes implica la expulsión de los exportadores europeos del mercado estadounidense salvo que se logre una reducción sustancial de los aranceles.



Materias primas: Acero

...fragmentando aún más el mercado siderúrgico global con primas de precios aún mayores en EEUU



Fuente: Platts y UBS Datos a 01/06/2025

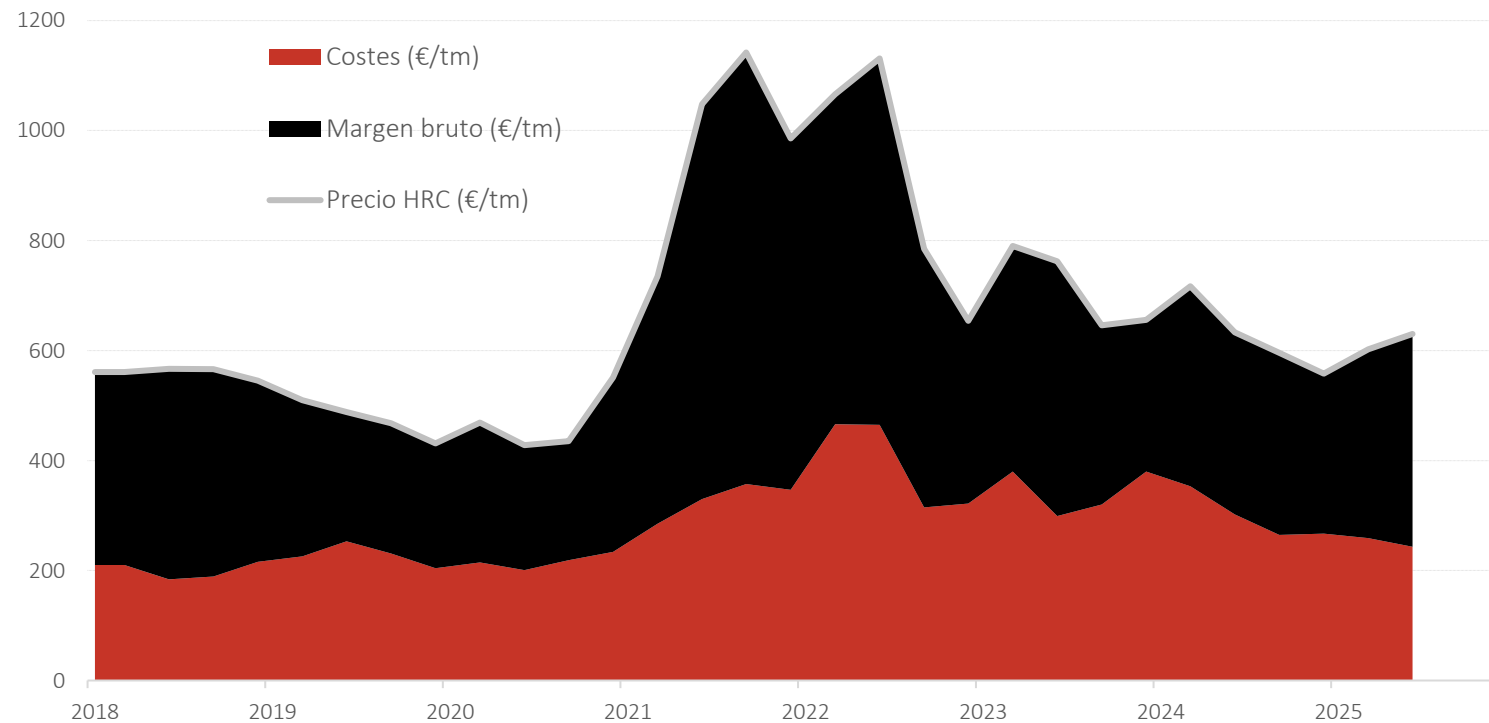
- Los aranceles sustentarán mayores precios de todos los productos siderúrgicos en EEUU, incluso aunque la demanda se resiente. Con la bobina laminada en caliente (HRC) de Canadá encareciéndose a 930 \$/t, su precio podría rondar los 900 \$/t. Con la mitad de las importaciones desde Egipto, Bulgaria, Argelia y Turquía situándose ahora en ~875 \$/t, el precio de las varillas corrugadas se sostendría en torno a los 800 \$/t. Las placas de acero se estima que superarán sostenidamente los 1.000 \$/t.



Materias primas: Acero

Una amenaza para los márgenes en Europa, cuando precios y costes iban en la buena dirección

Norte de Europa: Precio, costes y márgenes medios estimados del acero HRC (EUR por tm)



Fuente: Singular Bank, a partir de Worldsteel y Bloomberg Datos a 05/06/2025

- En Europa, los precios han repuntado ligeramente, ya que las importaciones disminuyeron un ~2% interanual en el 1T25 y la imposición de las nuevas medidas de salvaguardia de la UE auguran una oferta más ajustada que debería contribuir a mantener los márgenes a corto plazo, ayudada también por el descenso de los costes energéticos y del mineral de hierro. Sin embargo, se cierne la amenaza de que se redireccionen las exportaciones a EEUU hacia la UE, presionando a la baja los precios y márgenes.



Materias primas: Metales industriales

Moderado potencial alcista (liderado probablemente por el cobre) si amaina la guerra comercial



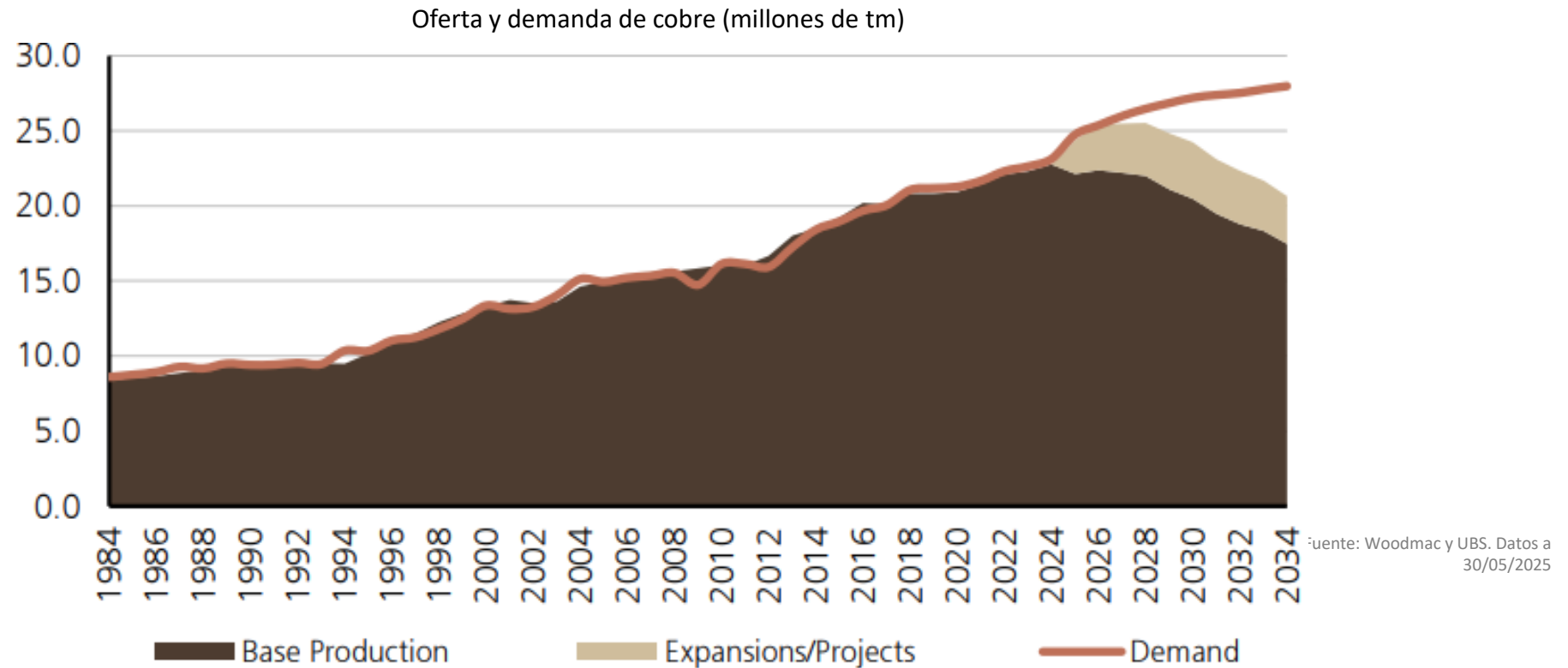
Fuente: Singular Bank, a partir de Bloomberg, OCDE, Conference Board y Refinitiv. Datos a 07/05/2024

- El temor a una caída abrupta de la actividad manufacturera por la guerra comercial de EEUU mantienen en un volátil rango las cotizaciones de los metales industriales, a pesar de la significativa depreciación del USD. Si finalmente el nivel medio de los aranceles es mucho menor que el anunciado inicialmente, los precios deberían de retomar una moderada tendencia alcista liderada por el cobre por el creciente déficit de oferta a medio plazo para cubrir la mayor demanda por electrificación e IA.



Materias primas: Metales industriales

Cobre: Se aproxima el colapso de una producción minera insuficiente que satisfacer la creciente demanda



- Las dificultades para poner en marcha nuevas explotaciones mineras hacen que se prevea un crecimiento medio anual de la producción de apenas el 2% en la próxima década, solo una cuarta parte de lo que podría crecer la demanda por la transición energética y la IA. El resultado es que el mercado mundial de cobre registrará un déficit creciente, con subida de los precios hacia 11.500 \$/t para incentivar la extracción, reciclado y sustitución por otros metales.



Conclusiones

El proteccionismo de EEUU lastra el crecimiento global pero no debería de provocar una recesión global

Aunque se alcancen acuerdos comerciales, los aranceles de EEUU serán muy superiores a los anteriores, frenando su crecimiento, elevando la inflación y obligando a la Fed a prolongar su política monetaria restrictiva, con la deuda del Tesoro y el USD sometidos a gran volatilidad.

El BCE ha completado prácticamente su ciclo de recortes de tipos pero las condiciones de financiación en la Eurozona seguirán relajándose algo más. Unido a los planes de infraestructuras de Alemania y de gasto militar, el crecimiento se acelerará moderadamente.

Los precios de la energía continuarán relativamente bajos, con el crudo Brent entre 60\$-70\$ y un abaratamiento gradual del gas natural y de la electricidad en Europa, lo que aumentará los incentivos para la electrificación del transporte, los hogares y la industria.

Los aranceles de EEUU al acero y aluminio expulsan en la práctica a los exportadores del resto del mundo, acentuando la divergencia de precios con China donde persiste el exceso de capacidad.

Las medidas de salvaguardia de la UE deberían de evitar una presión excesiva de las importaciones asiáticas, contribuyendo a mantener los precios y márgenes en el rango reciente.

El cobre entra en unos años de déficit estructural de oferta por la mayor demanda por electrificación e IA y una producción constreñida, lo que impulsará volátilmente los precios.



Inversiones y Productos

Área Macro

- ECONOMISTA JEFE Alicia Coronil alicia.coronil@singularbank.es
- ANALISTA DE MACRO Noelia Gutiérrez noelia.gutierreznino@singularbank.es
- ANALISTA DE MACRO Álvaro Robles alvaro.robles@singularbank.es

Área Estrategia y Mercados

- JEFE DE ESTRATEGIA Roberto Scholtes roberto.scholtes@singularbank.es
- DIRECTOR DE ANÁLISIS DE RENTA VARIABLE Nicolás López nicolas.lopez@singularbank.es
- ANALISTA DE RENTA VARIABLE Jaime Sicilia jaime.sicilia@singularbank.es
- ANALISTA DE RENTA VARIABLE Álvaro Romero alvaro.romero@singularbank.es



Dónde encontrarnos

BARCELONA

Avenida Diagonal, 640 - 08017
+34 935 24 66 46

BILBAO

Calle Ercilla, 16, 1º izquierda – 48009
+34 946 66 28 00

LA CORUÑA

R. Cantón Pequeño, 15 - 15003
+34 881 55 03 40

LAS PALMAS DE GRAN CANARIA

Calle Mayor de Triana, 116 - 35002
+34 928 97 01 40

LEÓN

Gran Vía San Marcos, 14 - 24002
+34 987 88 00 50

MADRID

Calle Goya, 11 – 28001
+34 912 90 90 83

Montalbán, 7, 6º planta – 28014
+34 910 62 15 20

Calle Velázquez, 94, 1º Izquierda. - 28006
+34 910 62 15 00

MÁLAGA

Calle Méndez Núñez, 2 - 29008
+34 951 56 37 90

MURCIA

Plaza de la Fuensanta, 2 - 30008
+34 868 99 20 70

SEVILLA

Calle Santas Patronas, 6 - 41001
+34 955 25 30 20

VALENCIA

Calle Roger de Lauria, 7 - 46002
+34 960 45 03 90

VIGO

Rúa do Príncipe, 43, 4ºB – 36202
+34 986 63 24 66

ZARAGOZA

Calle Coso, 15 - 50003
+34 876 50 12 31



Aviso legal

El presente informe, propiedad de SINGULAR BANK, S.A.U. (Singular Bank), contiene información obtenida de fuentes consideradas como fiables. Singular Bank no garantiza la exactitud de la misma ni se responsabiliza de errores u omisiones que pudiera haber, siendo su finalidad meramente informativa. Las opiniones y estimaciones aquí realizadas pueden ser modificadas sin previo aviso.

Prohibida su reproducción total o parcial sin el consentimiento previo por escrito de Singular Bank.

SINGULAR BANK, S.A.U, actúa bajo la denominación comercial SINGULAR BANK. Entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España e inscrita en el Registro de Entidades de Crédito Nacionales del Banco de España con el número 1490. CIF A85597821, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid.