



Comentario Mensual Macroeconómico

Noviembre 2024



En las últimas semanas se ha hablado mucho de las elecciones americanas y de las propuestas reflejadas en el "Project 2025" o el informe para un gobierno republicano que produce cada cuatro años el Think tank conservador The Heritage Foundation. Un informe que es, sin ninguna duda, la biblia del movimiento conservador. La prensa se ha hecho mucho eco de la casi segura entrada de Elon Musk y Bobby Kennedy Jr en la nueva administración Trump, en que capacidad y cargo no es conocido, pero sí que sería parte de un plan para un proyecto desregulatorio y de reforma radical de la estructura y el tamaño del estado de acuerdo con el espíritu y la letra del "Project 2025".

Con el "Clean sweep"¹, presidencia, congreso y senado todos bajo el control del Partido Republicano o "GOP", tan temido por las élites demócratas ya asegurado, el mandato presidencial de Trump es el más amplio que ha tenido un presidente republicano en muchos años. Se especula con que se reduzcan drásticamente los programas públicos de salud, y pensiones, además de otras políticas emblemáticas para la izquierda de las dos costas, como el enormemente ambicioso programa de transición energética de Biden. Con el porcentaje de gasto público no discrecional ya en récords históricos vs al gasto total, tarde o temprano había que hacerlo, pero hay que asumir que se avecina un tijeretazo de gran magnitud. Los números que Elon Musk ha flotado en campaña (7% del PIB) son inalcanzables, pero cualquier reducción significativa del gasto puede cambiar la perspectiva de déficits permanentes/deuda pública en expansión que tiene el mercado.

Con respecto al último informe trimestral hemos visto una mejora de la actividad económica global, que rompe moderadamente con la tendencia que advertíamos en los cinco meses anteriores. El desempleo en EE.UU ha caído

hasta el 4,1%, a pesar del impacto de huracanes y huelgas y, aunque la tendencia apunta a una ralentización estructural en los próximos seis meses, los datos son todavía consistentes con la narrativa del "soft landing". Desde luego, se confirma la excepcionalidad del plus de crecimiento en EE. UU. respecto a las otras economías desarrolladas. Esto ha llevado a un ajuste considerable en las tasas implícitas forward para reflejar tanto una tasa neutral o de equilibrio más elevada, en torno al 3,5-3,75%, aunque dependerá del impacto de las medidas del nuevo gobierno, como a una potencial renuencia por parte de la Fed a moverse hacia una política monetaria acomodativa en un plazo razonablemente corto. La elevada volatilidad de curva que vimos a finales de octubre tanto en EE.UU. como en Europa debería reducirse en los próximos dos meses, aunque no es descartable que haya tensiones de funding bancario a final de año.

En Europa también se ha producido un repunte de la actividad económica, notablemente en Francia y Alemania, pero todavía de una magnitud muy limitada y que, desde luego, no cambia las expectativas de mercado de una tasa neutral de alrededor del 2%. Sin embargo, no nos extrañaría ver la tasa de referencia cerca del 1,75% a finales del 2025.

En China se han empezado a ver las primeras señales de una recuperación del crecimiento, con la implementación de los primeros programas fiscales, aunque nos mantenemos escépticos sobre el impacto final de esta nueva bomba fiscal. No vemos todavía iniciativas destinados a apoyar directamente la recuperación del consumo privado, la reestructuración y reorganización masiva del enorme stock de deuda pública fuera de balance, ni tampoco políticas que pongan finalmente un suelo al desplome del mercado inmobiliario. La elección de Trump supone además un riesgo de enorme magnitud para el crecimiento vía aranceles.

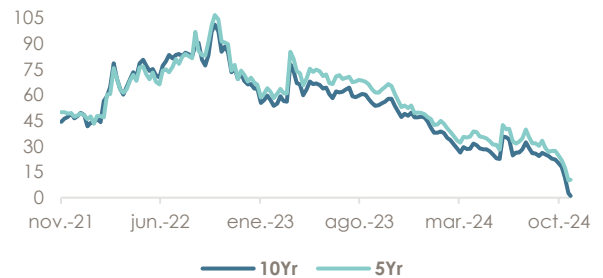
¹ En política, se produce un "clean sweep" cuando en unas elecciones un candidato o partido logra una victoria abrumadora o completa, ganando en todos o casi todas las circunscripciones.

Renta Fija

Los Treasuries han reaccionado a la gran victoria republicana según corresponde a lo que se espera de un programa económico expansivo/inflacionario de presión arancelaria y déficits públicos más altos, con un “bear steepener”² considerable. Sin embargo, descartamos que alguna de las ocurrencias más “originales” de Trump en campaña, en especial un posible cambio de los estatutos de la Fed, se vayan a producir y tampoco creemos que la política fiscal vaya a ser tan negativa para las tasas americanas. El nivel de equilibrio de la prima por duración dependerá de las políticas que se implementen y, de momento lo único sobre lo que el mercado tiene cierta certeza es la extensión de las bajadas de impuestos de 2017. Esto tiene un coste fiscal enorme, al menos el 3% del PIB, pero no entrarían en vigor hasta el 2026. Cualquier esfuerzo de reducción de gasto, Elon Musk y Robert Kennedy Jr. estarían en la nueva administración precisamente para esto, es potencialmente un “game changer”. 4,5% en el 10 años sería un nivel atractivo para entrar.

El enorme “bull steepener”³ que se produjo en la curva alemana post elecciones es consistente con el movimiento macroeconómico global. El 2% en el bono alemán a 2 años debería ser una meta alcanzable en los próximos meses, y a medida que ese nivel se aproxime, la curva debería empezar a perder pendiente. En cuanto al riesgo intra-eurozona, los datos están, de momento, justificando un mejor desempeño en los países periféricos, donde el crecimiento y las perspectivas fiscales a corto plazo son considerablemente más favorables que en el “core Europe”. Los diferenciales de crédito soberano periférico están casi a niveles de 2021, a pesar de las subidas en la última semana de octubre. Las primas en Portugal, Italia y España, por no hablar de países extra periféricos como Croacia, Serbia o Letonia, están a niveles consistentes con tasas de referencia más bajas así que es difícil esperar mejoras significativas en los próximos meses, pero no creemos que se amplíen. Las primas intermedias y cortas 2-7 años tienen más valor. En Reino Unido el rapidísimo aumento de las tasas de los Gilts⁴, después del anuncio del presupuesto, refleja dudas considerables sobre el mix impuestos/prioridades de gasto y la capacidad del BoE de bajar tipos de interés con una inflación subyacente todavía relativamente elevada.

Gráfico 1: Evolución de los diferenciales Swap en la Unión Europea



Fuente: Bloomberg. Datos a 01/11/2024.

Desde el punto de vista de la renta fija global, el gran movimiento de compresión en los swap spreads, resultante del cambio de ciclo monetario, la reducción de los balances de los bancos centrales y la abundancia de colateral continúa causando un problema en los mercados de crédito. Los bancos europeos están acogiendo swaps agresivamente desde hace varios trimestres, y la presión sobre los diferenciales se ha notado especialmente en los últimos tres meses. Con la ampliación de Z-spreads y ASWs⁵, particularmente en investment grade europeo, las nuevas emisiones de crédito se hacen a niveles cada vez más caros en términos relativos contra bonos del gobierno alemán. La reducción estacional de emisiones soberanas en noviembre y diciembre debería ayudar a contener esta tendencia, pero el encarecimiento de las tasas de swaps tiene un componente claramente estructural. De todas formas, el resultado de las elecciones americanas es favorable para los diferenciales de crédito corporativo investment grade. En cuanto al high yield nos sigue pareciendo caro y preferimos el riesgo crossover. En mercados emergentes la situación es distinta, un ciclo de dólar americano fuerte nunca es favorable para el riesgo de estos países, particularmente el soberano.

Renta Variable

Durante el mes de octubre aproximadamente dos tercios de las compañías han presentado los resultados del Q3 y el panorama que se vislumbra es completamente dispar en EE.UU. y en Europa. Por una parte, los americanos reportan un fuerte crecimiento de beneficios superior al 5%, con prácticamente todos los sectores contribuyendo positivamente a excepción del sector energético. Por otro lado,

² Un desplazamiento específico de la curva de rendimiento que se produce cuando las tasas de interés a corto plazo aumentan a un ritmo más rápido que las tasas de interés a largo plazo.

³ Un desplazamiento específico de la curva de rendimiento que se produce cuando las tasas de interés a corto plazo caen a un ritmo más rápido que las tasas de interés a largo plazo.

⁴ Son un tipo de bonos emitidos por el gobierno de Reino Unido.

⁵ Los Z-spreads permiten conocer el riesgo crediticio de un bono al compararlo su rendimiento con la curva de rendimiento del bono del Tesoro libre de riesgo. ASW, es una posición sintética que combina un bono a tasa fija con un swap de tasa de interés fija a flotante.

las empresas europeas siguen mostrando una tremenda debilidad con decrecimiento en ventas y beneficios. Especialmente malos son los resultados en comunicaciones, consumo discrecional (con autos en un momento desastroso) y energía.

En EE.UU la estrategia post elecciones favorece un posicionamiento en el S&P 500 "equal weight"⁶ en vez del índice general "market cap". Igualmente, los small caps (Russel 2000 y 5000) deberían ser los mayores beneficiarios del cambio político. Por sectores, cíclicas, financieros y, selectivamente, petroleras, es probable que el petróleo caiga en las próximas semanas, así que las más integradas deberían beneficiarse de nuevas políticas medioambientales, pero no todas. En el segmento de calidad, seguimos viendo muy fuertes a todas las compañías estadounidenses, que siguen reportando por encima de estimaciones y permanecen con buenas revalorizaciones comparadas con lo que estamos viendo en Europa y China. Por otra parte, en estas zonas geográficas vemos oportunidades de inversión puntuales en empresas con cotizaciones muy castigadas, siempre siendo muy selectivos con compañías de alta calidad.

Tabla 1: Resultados empresariales por sector

Sector	Reportado		Crecimiento ganancias	
	EE.UU.	EUROPA	EE.UU.	EUROPA
Total	1656/3083	749/1759	5,45%	-0,99%
Materiales	105/156	63/139	-5,35%	9,53%
Industriales	243/393	179/395	-8,56%	14,45%
Consumo básico	58/134	53/125	3,94%	2,77%
Energía	82/160	33/81	-27,36%	-27,77%
Tecnología	142/365	83/171	8,44%	-7,14%
C. discrecional	174/343	86/219	14,57%	-51,23%
Comunicaciones	51/121	39/91	25,72%	-62,63%
Financiero	475/663	96/223	6,93%	22,88%
Salud	174/498	63/169	10,49%	14,01%
Servicios públicos	38/72	14/44	8,68%	17,49%
Inmobiliario	114/178	40/102	3,24%	25,08%

Fuente: Bloomberg. Datos a 06/11/2024.

Tabla 2: Expectativas Implícitas Datos Macro

	USA	Eurozona	Alemania	Francia	Italia	España	China	Japón
PIB YOY % - 2024	2,7%	0,70%	0,00%	1,10%	0,80%	2,80%	4,80%	0,00%
PIB YOY % - 2025	2,5%	1,20%	80,00%	1,00%	1,00%	2,10%	4,50%	1,20%
Importaciones % interanual - 2024	5,00%	-0,20%	-1,00%	-1,40%	-3,20%	2,20%	2,50%	0,60%
Importaciones % interanual - 2025	3,50%	2,60%	1,80%	2,10%	2,60%	3,20%	2,90%	3,30%
Exportaciones YOY % - 2024	3,10%	1,90%	0,10%	2,00%	0,50%	3,30%	4,40%	0,20%
Exportaciones YOY % - 2025	2,90%	2,50%	1,40%	2,30%	2,30%	3,30%	3,10%	3,30%
IPC YOY % - 2024	2,5%	2,3%	2,40%	2,40%	1,10%	2,90%	0,50%	2,50%
IPC YOY % - 2025	2,30%	2,00%	2,10%	1,80%	1,70%	2,00%	1,30%	2,00%
Tasa de desempleo - 2024	4,10%	6,50%	6,00%	7,50%	7,00%	11,60%	5,1%	2,50%
Tasa de desempleo - 2025	4,30%	6,50%	6,10%	7,40%	6,90%	11,20%	5,3%	2,50%
Cuenta corriente % PIB - 2024	-3,50%	2,80%	6,80%	-0,50%	1,10%	2,50%	1,30%	4,10%
Cuenta corriente % PIB - 2025	-3,50%	2,70%	6,60%	-0,30%	1,30%	2,40%	1,20%	3,90%
Presupuesto en % PIB - 2024	-6,60%	-3,10%	-1,70%	-5,50%	-4,50%	-3,10%	-4,80%	-4,20%
Presupuesto en % PIB - 2025	-6,40%	-2,70%	-1,40%	-5,20%	-3,70%	-2,90%	-5,00%	-3,50%
Rating	Aaa / AA+	Aaa / AA+	Aaa / AAA	Aa2 / AA-	Baa3 / BBB	Baa1 / A	A1 / A+	A1 / A+
Outlook	Negativo (Moody's)		Negativo (Moody's)					

Fuente: Bloomberg. Datos a 31/10/2024.

⁶ Una variante del índice que asigna el mismo peso a cada una de las empresas que lo componen, independientemente de su tamaño o capitalización de mercado.



Este documento no es una recomendación de compra, aconsejamos a los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por sí o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de esta.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Anta Asset Management SGIIC: www.anta-am.com

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