

Comentario Mensual Macroeconómico

Diciembre 2024

Cerramos el primer mes de la nueva revolución conservadora en EE.UU o Trump 2.0 como lo llama la prensa americana, todavía con dudas de cómo será en la práctica el nuevo modelo económico. Las expectativas que el “clean sweep”¹ ha levantado entre la base republicana suponen una presión añadida a la que la personalidad del presidente va sin duda a ejercer en el conjunto de la nueva administración. El equipo de Trump se ha movido muy rápido para llenar las filas del gabinete. Algunos de los nombramientos, concretamente el fallido intento de poner al muy polémico Matt Gaetz al frente del departamento de justicia, han sido recibidos con consternación entre los demócratas y el ala más moderada del partido republicano. Sin embargo, demuestran la determinación de Trump de poner su sello personal en la presidencia y de aprovechar su enorme popularidad entre las bases del partido.

Sin embargo, la designación de Scott Bessent como secretario del tesoro fue muy bien recibida. Bessent es un veterano de la industria de hedge funds con experiencia académica y un currículo impecable. Las bases fundamentales de su visión para el “Treasury” se definen en el plan 3-3-3, al estilo de las tres flechas del ex primer ministro japonés, Shinzo Abe: 1) Reducción del déficit público al 3% del PIB para el 2028. 2) Crecimiento sostenido del 3% basado en desregulación y políticas de oferta. 3) Aumento de la producción de crudo y gas en 3 millones de barriles por día. Estas declaraciones fueron recibidas como agua de mayo por el mercado, preocupado por la explosión del déficit y el deterioro de la senda de deuda pública durante la administración de Biden. El resto del equipo económico es más complicado de encuadrar. Kevin Hassett, el nuevo presidente del consejo económico Nacional, NEC por sus siglas en inglés, es uno de los colaboradores más leales del presidente;

como principal nombramiento es relativamente neutro. Otra cuestión es el equipo que se encargará del comercio internacional, la parte del programa republicano que más suspicacias levanta en Bruselas y Beijing. Francamente, nos sorprende la relativa calma con la que se recibió en el mercado el nombramiento de Howard Lutnick como secretario de comercio y, sobre todo, de Jamieson Greer como responsable del comercio exterior. El primero viene de la parte menos patricia de Wall Street, el brokerage mayorista, es presidente y mayor accionista del conglomerado Cantor/BGC, y tiene una reputación de duro negociador. El segundo es el protegido de una de las personas más influyentes de la política exterior republicana desde los tiempos de la administración Reagan, Robert Lighthizer. Greer es uno de los principales defensores de la política de “desacoplamiento estratégico” con respecto a China. Esta es una política basada en el uso agresivo de aranceles y restricciones comerciales y tecnológicas para reducir la dependencia de China y limitar su desarrollo industrial y tecnológico. El tándem Lutnick-Greer también debería ser motivo de preocupación para Europa en cuanto a que revela una intención clara de poner una política comercial agresiva en el centro del debate político.

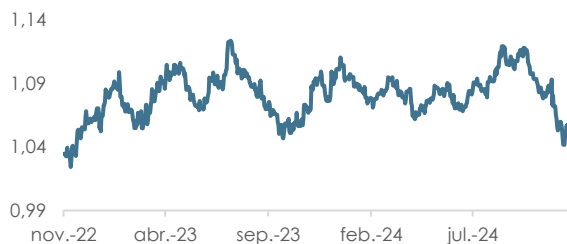
Noviembre confirmó el excepcionalismo americano en cuanto a crecimiento económico. Todos los componentes de la demanda agregada se mantienen relativamente robustos, liderados por la pujanza del sector servicios, en claro contraste con un “core Europe” que mantiene niveles de actividad mediocres y donde la situación del sector manufacturero continúa deprimida. Igualmente preocupante es la situación en China, donde el proceso deflacionario y la debilidad del empleo y los salarios no dan margen para el optimismo más allá de repuntes de actividad puntuales.

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 y divisas

La tasa del Treasury a 10 años terminó el mes prácticamente donde estaba antes de las elecciones. Las mejores perspectivas fiscales que se abrieron con el nombramiento de Bessent y la primera declaración de intenciones de Elon Musk dieron paso al rally de final de mes, un clásico “bull flattener” en el que la curva perdió pendiente de forma acelerada. Más allá de las discusiones, de las que nos hemos hecho eco en ediciones anteriores, sobre cuál es la tasa neutral (R*), los últimos datos de inflación confirman la desaceleración del proceso de caída de la inflación. Ya se espera que el core PCE, la medida favorita de inflación de la Fed, termine el año marginalmente por debajo del 3%. La política monetaria todavía se considera restrictiva, pero se ha producido un ajuste drástico de expectativas para el final de 2025. Los OIS forwards dan una tasa terminal del 3,85%, 75 puntos básicos superior a hace un par de meses. Esperamos otra bajada de 25 puntos básicos en el FOMC del 18 de diciembre, seguida de una pausa en el de finales de enero. Todavía nos mantenemos neutrales en duración en dólares, vemos el segmento de duración 6-8 de las curvas como el más atractivo. En cuanto al crédito, la compresión de diferenciales en EE.UU, tanto Investment Grade como High Yield han dejado al crédito en dólares excepcionalmente caro con respecto al europeo. Sólo vemos valor en algunos bancos americanos y, sobre todo, en soberanos y cuasi soberanos crossover y Investment Grade de Mercados Emergentes.

Gráfico 1: Evolución del EUR/Dólar



Fuente: Bloomberg. Datos a 29/11/2024.

La fortaleza del dólar continúa siendo el principal resultado de las elecciones americanas. En particular, el cruce USD/EUR cerró el mes un 2,82% abajo. Con las bolsas americanas registrando el mejor mes del año, noviembre fue sin duda un gran mes para tenedores de activos en dólares. Desde el punto de vista técnico, el “greenback” todavía

tiene recorrido, sobre todo contra el EUR, ya que las expectativas de subidas de tipos en Japón deberían mantener el JPY relativamente bien soportado. El diferencial de crecimiento, la dirección relativa de las tasas a corto plazo y los aranceles que esperamos se anuncien en el primer trimestre de 2025 sugieren un dólar más fuerte, vemos el nivel USD/EUR 1.0223 como un objetivo realizable a relativamente corto plazo.

En la Eurozona hemos visto una caída de tipos considerable en la curva alemana, un movimiento de curva prácticamente paralelo, con gran volatilidad intra curva semanal.

En general, los países periféricos, España, Italia y Portugal continuaron proporcionando rendimientos superiores a la media. En contraste, Francia, debido a los problemas políticos y la incertidumbre sobre la continuidad del gobierno Barnier más allá de Navidad, vio su prima de riesgo ampliarse significativamente. De hecho, la prima de riesgo soberano volvió a tocar niveles récord desde el 2011, 88 puntos básicos. También algunos países extra periféricos sufrieron ampliaciones considerables de su prima de riesgo, Letonia, Eslovaquia y Eslovenia debido fundamentalmente a motivos técnicos, pero en Rumania se debió al gran shock que supuso el buen desempeño de los nacionalistas anti-EU en las elecciones presidenciales y generales. Con las tasas alemanas a 10 años ya cerca del 2%, seguimos apostando por duración y los bonos de España y la Unión Europea. Todavía creemos que la tasa terminal en la eurozona estará por debajo del 1,75%.

El crédito europeo tuvo un noviembre mediocre, particularmente en las últimas dos semanas del mes. Después de las enormes emisiones de deuda registradas en 2024, el año más prolífico de la historia, era de esperar que los inversores se tomaran el resultado de las elecciones americanas con un poco de cautela. Tanto la prima de riesgo media de Investment Grade como la de High Yield se ampliaron, 4 y 6 puntos básicos respectivamente, aunque los índices de CDS apenas se movieron. En crédito seguimos viendo valor en deuda subordinada de aseguradoras y bancos, en este caso papel Tier 2 y algún supranacional, bonos industriales particularmente castigados en los últimos meses y agencias. También seguimos viendo valor en algunos soberanos Investment Grade de Mercados Emergentes. En general, seguimos considerando el segmento BBB+ a A como la parte más atractiva de las curvas de crédito.

Renta Variable

El comportamiento de los índices bursátiles a ambos lados del Atlántico refuerza una vez más la superioridad del sistema americano, donde predomina la innovación y la tecnología, sobre el modelo europeo dominado por empresas de la "vieja economía". Europa carece salvo honrosas excepciones, como ASML o Novo Nordisk, no sólo de los grandes megacaps tecnológicos sino también de un core de empresas capaces de generar elevadas tasas de crecimiento como si vemos en el S&P 500. Porque, a diferencia de lo que ocurría en 2001, la valoración de bolsa americana está apoyada en unas tasas de crecimiento de los beneficios empresariales excelentes y proyectables en el tiempo. Europa tiene excelentes empresas de calidad, pero en general los índices están excesivamente concentrados en financieros y sectores que están pasando por momentos malos (automóviles, lujo). Es por esto por lo que seguimos recomendando empresas de calidad con una escala global. Nuestros modelos identifican este tipo de empresas como compañías con modelos de negocio robustos y sostenibles, fundamentados en ventajas

competitivas duraderas, posiciones de liderazgo en sus industrias y una excelente gobernanza corporativa. Estas empresas, además de ofrecer una rentabilidad sobre el capital invertido superior al coste de capital, obtienen sus beneficios de forma creciente y recurrente y muestran una elevada capacidad de generación de flujos de caja junto a un bajo nivel de endeudamiento. La mayor parte de estas empresas, casi el 75% está en EE.UU. Fuera de los large caps, también seguimos pensando que la estrategia post elecciones favorece un posicionamiento en el S&P 500 "equal weight"² y en small caps (Russel 2000 y 5000).

Gráfico 2: Evolución del S&P500 VS Eurostoxx 50



Fuente: Bloomberg. Datos a 29/11/2024.

Tabla 1: Expectativas Implícitas Datos Macro

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

Fuente: Bloomberg. Datos a 31/11/2024.

² 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.