

Comentario Mensual Macroeconómico

Febrero 2025



El tema dominante del mes de Enero fue la actividad frenética de la nueva administración americana. Elon Musk y su DOGE están causando pánico en el establishment de Washington con sus auditorias al proceso de gasto y amenazas de paralizar la cadena de pagos de subvenciones ("Grants and Loans") del gobierno federal. Ya se está contemplando además una de las medidas que anticipamos en nuestros informes anteriores: la eliminación del departamento de educación, una vieja demanda de la base conservadora. Por su parte el presidente ha seguido escalando su retórica en cuanto a aranceles culminando con la imposición al cierre del mes de aranceles a Canadá, México y China. Aunque los aranceles a los dos primeros se suspendieron temporalmente después de que ambos países ofrecieran concesiones (considerables) en cuanto a control de fronteras, se demuestra una vez más que el patrón de actuación de Trump es siempre transaccional. El presidente es una persona extremadamente competitiva y va a seguir usando este tipo de shocks al sistema para conseguir lo que quiere, por lo menos hasta los midterms de finales del 2026.

Desde el punto de vista de los aranceles, Trump es un firme valedor de su uso. Robert Lighthizer, su principal asesor en temas de comercio exterior, es un firme creyente en la defensa del empleo a través de la protección de la industria manufacturera. Tanto Lighthizer como el nuevo Secretario de comercio exterior, Jamieson Grier defienden también el uso de aranceles desde el punto de vista de seguridad nacional y para la obtención de objetivos políticos. Por último, y esto puede tener repercusiones más adelante, ambos son proponentes de una política de "desacoplamiento estratégico" con respecto a China. Ven al reino medio como el enemigo geoestratégico natural, y abogan por reducir al máximo los flujos comerciales con China. Trump por su parte lleva un tiempo mencionando la figura del presidente McKinley.

McKinley representa el ideal libertario que después retomaron McGovern/Reagan: impuestos bajos, aranceles altos, y el sueño imperial americano. Nuestra opinión en medio de todo este ruido es que al final el gobierno americano impondrá un arancel universal cercano al 10%. No creemos por tanto que el aplicado a China llegue al nivel de lo comentado antes de las elecciones, 60%. El arancel medio actualmente es un 2.6-2.9%, con más de la mitad de los productos industriales entrando sin arancel. Es bastante probable que se impongan además aranceles sectoriales, Trump ya indicado algunos productos: farma, productos químicos, acero, aluminio y, potencialmente, semiconductores y automóviles. Cualquier país con un superávit bilateral tiene que empezar a prepararse.

¿Que impacto pueden tener subidas de esa magnitud?. Los estudios econométricos de la Fed durante la última ronda de aranceles en 2018 indicaban una caída del PIB de 0.14% y una subida del PCE del 0.09% por cada 1% de subida del arancel medio, pero hay estudios empíricos más recientes que dicen que el impacto real fue mucho menor. En el caso particular de la inflación, el efecto depende de la elasticidad de cada producto específico, particularmente en una economía tan grande y relativamente cerrada como la americana. No son cifras para asustar, sobre todo porque la inflación es un fenómeno fluido: el nivel de precios se ajusta al alza y el impacto en la tasa de cambio general desaparece en un año. La enorme posición dominante en los flujos bilaterales se demuestra con algunas cifras: las exportaciones a EE.UU de Canadá representan el 70% el, 72% para México, el 20% para la UE y un 16% para China. El impacto para la economía americana, tanto desde el punto de vista de crecimiento como de la inflación sería limitado y controlable mientras la Fed mantenga la cantidad de dinero bajo control y el arancel medio no exceda mucho el 10%.

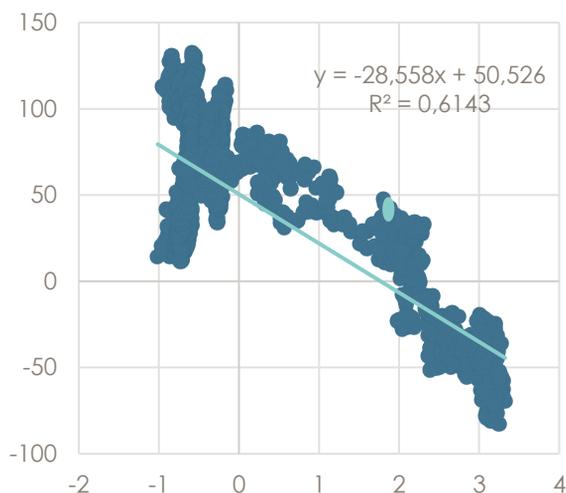
De hecho, en algunos escenarios se adelantaría las bajadas de tipos. El impacto en el resto del mundo dependerá de la elasticidad relativa de cada producto, pero eventualmente, en términos académicos: "se producirá un trasvase de renta hacia el país con posición dominante"

Por supuesto, aunque el impacto en EE.UU sea controlable, el resto del mundo es otro cantar. Aranceles del 25% pondrían a México y Canadá en recesión, por no hablar del efecto que esta incertidumbre pueda tener en la actividad económica y los flujos de inversión globales. La economía americana continúa creciendo a un ritmo sostenido, pero en Europa y China, a pesar del avance de los PMIS manufactureros en diciembre, las perspectivas económicas han mejorado relativamente poco. En China los tipos a largo están 300bp por debajo de Treasuries confirmando las expectativas consolidadas de que el proceso deflacionario no vaya a mejorar mucho en los próximos meses, a pesar de la sorpresiva subida del IPC en Enero como resultado del año nuevo lunar. De hecho, a pesar del esperanzador aumento del gasto de los consumidores chinos durante los días festivos, los PMIs de enero sorprendieron a la baja. Seguimos pensando que no veremos una recuperación significativa de la demanda agregada hasta bien entrado el 2026. En Europa la situación política continúa complicando el escenario económico. Las encuestas en Alemania siguen dando un escenario ciertamente poco alentador para las elecciones del 23 de Febrero. Después de la debacle de la ley de inmigración, las encuestas dan a la CDU como claro ganador, pero sin superar el 30% del voto. El partido de derecha populista AdF se consolida como segundo partido con el 20-21% y los liberarles probablemente estarán fuera del parlamento: la gobernabilidad va a ser complicada. Una gran coalición no va a ser tan fácil de articular con Merz como lo fue con Merkel, y mas con el SPD tan por debajo de la AdF en intención de voto. En general, no esperamos un crecimiento de la eurozona muy superior al 0.5% para el 2025, y con riesgos a la baja dado el entorno político/arancelario en EE.UU. Esto ya se refleja en los mercados: Las tasas implícitas OIS para EE.UU se han consolidado en cerca de dos bajadas de tipos, 40-45bp para el 2025, mientras que en la eurozona siguen convergiendo hacia el 1.75%, cuatro bajadas; este es nuestro escenario base, pero seguimos asignando una probabilidad elevada a 5 recortes, hasta el 1.5%.

Renta Fija y divisas

Nos mantenemos neutrales en duración en la curva americana, y hemos aumentado la sobre ponderación a duración en las curvas europeas. No solo el diferencial 10vs2 en Alemania es excesivamente amplio (ver regresión), particularmente a los niveles esperados de inflación y crecimiento en la eurozona, si no que, dada la compresión en las primas de riesgo, sobre todo las periféricas, vemos bastante más valor en la parte larga (el 15 años parece en general el punto más dulce de las curvas).

Diferencial 2v10 contra tasa DEM 2 años



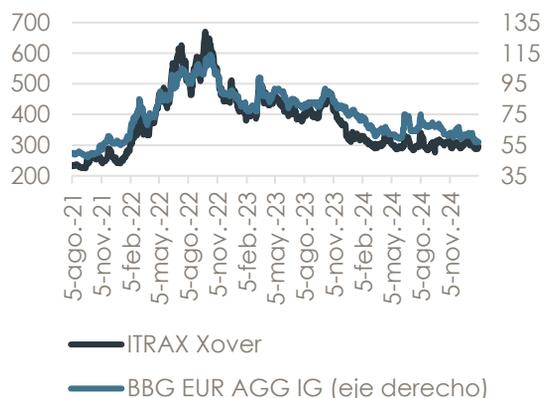
Fuente: Bloomberg. Datos a 31/01/2025.

El posicionamiento soberano continúa siendo el mismo: UE y agencias/Landers, España en periféricos, Austria y Finlandia en core plus Europa y Bélgica vs Francia. La aprobación del presupuesto por el artículo 49.3 de la constitución es positivo, pero la situación política continúa siendo complicada y el gobierno Bayrou extremadamente frágil. Seguimos viendo los breakevens de inflación en territorio neutral a ambos lados del atlántico.

En crédito la posición técnica sigue siendo extremadamente robusta: TIRs nominales históricamente altos, a pesar de la continuada compresión de los diferenciales de crédito y flujos que continúan siendo robustos, sobre todo en el segmento IG (en HY se empiezan a ver signos de debilidad). Además, en enero la actividad en el mercado primario fue muy limitada con lo cual la emisión total neta fue muy favorable. Sin embargo, no podemos olvidar que los diferenciales están muy cerca de los niveles récord del tercer trimestre del 2021, en el pico de laxitud de la política monetaria y fiscal. Los diferenciales actuales no compensan por el riesgo y sobre todo demuestran una considerable complacencia sobre la probabilidad de una guerra comercial de cierta magnitud. Hemos empezado a reducir nuestra exposición a corporativos: no creemos que se vaya a producir una ampliación significativa de los diferenciales de crédito este año, pero si que podemos ver picos de volatilidad puntuales de dimensión considerable. Continuamos viendo el segmento de rating A como el mas atractivo. Por sectores, en energía, consumo no cíclico y selectivamente en industriales, todavía se pueden encontrar oportunidades. En capital bancario/subordinación seguimos prefiriendo SNP y T2 contra AT1s, RT1s e híbridos.

En divisas después del consejo de política monetaria del BoJ del 24 de enero hemos cambiado nuestra posición en JPY de neutral a sobre ponderada. El informe y las declaraciones posteriores de los miembros del comité sugieren ya un giro decisivo hacia la normalización de política monetaria. Preferimos en este caso una posición JPY contra EUR. También empezamos a ver valor en GBP. Vemos en general mucha complacencia con respecto al EUR y la posibilidad de aranceles. Creemos que la eurozona es tan vulnerable como el resto del mundo. Cuando el USD/EUR tocó 1.026 redujimos posición, pero seguimos largos USD.

Diferenciales de crédito



Fuente: Bloomberg. Datos a 31/01/2025.

Renta Variable

A finales de enero el mercado americano fue sacudido de su complacencia por la eficiencia del AI chino Deepseek. Con inciertas implicaciones sobre el futuro del gasto agregado en tecnología este hecho puso de manifiesto la vulnerabilidad de los mega-caps que, como ya advertimos en nuestro ultimo informe, habían acelerado por encima de las expectativas de crecimiento de EPS al final del 2024. Diciembre terminó con grandes movimientos rotacionales, y el año está empezando parecido a como empezó el 2024: acciones europeas, S&P500 equal weight y Russell 2000 mejorando el desempeño del combo S&P500/NASDAQ100. Dadas las valoraciones relativas (PE ratios) esta corrección no cambia el cuadro técnico y puede continuar hasta el fin del trimestre. Los resultados que ya hemos visto sin ser estelares no han estado materialmente fuera de consenso. Nos convence más la estrategia de equal weight complementada con el Russell, acciones europeas aderezado y con un poco de tech chino. Este es un posicionamiento táctico: mientras los diferenciales de crecimiento esperado sean tan grandes, no apostaríamos a medio plazo conta la bolsa americana.

Mas allá de Marzo, en nuestro escenario base de un arancel universal del 10%, con China y sectores específicos bajo regímenes superiores; ¿que sectores y países son mas vulnerables? Por supuesto, es más que probable que China sea el país mas perjudicado: como estamos viendo con la eliminación de la exención "de minimis", el impacto en las cadenas de suministro es considerable e imposible de predecir. Pero no solo es China.

EE.UU representa alrededor del 20% de los beneficios de los índices europeos agregados. El consenso de crecimiento de EPS para el 2025 en Europa es 3-5%: aun sin contar con el daño colateral de la exposición a China, aranceles entre el 10% y el 15% podrían restar al menos un 2% a los beneficios, con algunos países como Alemania e Italia, y algunos sectores como el lujo, químicos e industriales, sobre todo autos, particularmente vulnerables. El impacto sería mucho más preocupante en EM, y no sólo en países con grandes superávits bilaterales como México. Asia en particular sería muy vulnerable a una caída del crecimiento en China y a shocks de depreciación.

Evolución índices americanos:



Fuente: Bloomberg. Datos a 31/01/2025.

Tabla 1: Expectativas Datos Macro

	USA	Eurozona	Alemania	Francia	Italia	España	China	Japón
PIB YOY % - 2025	1,00%	1,00%	0,40%	0,80%	0,70%	2,30%	4,50%	1,10%
PIB YOY % - 2026	1,20%	1,20%	1,10%	1,10%	0,90%	1,90%	4,20%	0,80%
Importaciones % interanual - 2025	2,10%	2,10%	1,30%	1,60%	2,30%	3,60%	1,20%	2,50%
Importaciones % interanual - 2026	2,40%	2,40%	2,00%	2,30%	2,20%	3,00%	1,00%	1,80%
Exportaciones YOY% - 2025	1,60%	1,60%	0,50%	1,50%	0,60%	2,70%	1,70%	2,60%
Exportaciones YOY% - 2026	2,30%	2,30%	1,70%	2,00%	2,10%	2,80%	1,10%	2,2%
IPC YOY % - 2025	2,10%	2,10%	2,20%	1,70%	1,70%	2,20%	0,90%	2,10%
IPC YOY % - 2026	1,90%	1,90%	2,00%	1,90%	1,70%	2,00%	1,30%	1,70%
Tasa de desempleo - 2025	6,40%	6,40%	6,30%	7,80%	6,30%	11,00%	0,00%	4,50%
Tasa de desempleo - 2026	6,40%	6,40%	6,20%	7,70%	6,20%	10,80%	0,00%	2,40%
Cuenta corriente % PIB - 2025	2,40%	2,40%	6,10%	-0,30%	1,00%	3,10%	1,40%	4,50%
Cuenta corriente % PIB - 2026	2,60%	2,60%	6,00%	-0,50%	1,30%	2,90%	1,00%	4,40%
Presupuesto en % PIB - 2025	-3,00%	-3,00%	-1,80%	-5,70%	-3,60%	-2,80%	-5,50%	-3,20%
Presupuesto en % PIB - 2026	-2,80%	-2,80%	-1,80%	-5,40%	-3,20%	-2,60%	-5,50%	-2,40%
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 31/01/2025.



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 SGIC: www.anta-am.com

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