



Comentario Mensual Macroeconómico

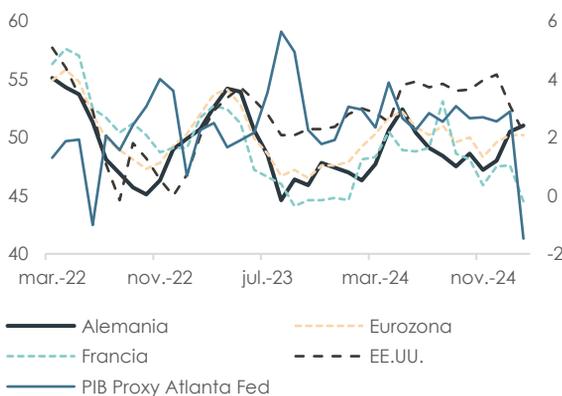
Marzo 2025





El escenario macroeconómico global se ha complicado considerablemente mientras los llamados "Trump Trades" (tecnología americana, dólar y criptomonedas) pierden todas o buena parte de las ganancias obtenidas desde las elecciones americanas. En ningún activo es esto más evidente que en la enorme underperformance de las acciones americanas en lo que va de año. En nuestro último informe trimestral ya apuntábamos que los "large caps" americanos habían subido en el T4 del 2024 bien por encima de la tasa de crecimiento de beneficios. En este sentido, una corrección, al menos en valor relativo, favorecíamos el Russell 2000, S&P500 equal weight y, sobre todo, equities europeos, era de esperar. Sin embargo, la magnitud del movimiento nos ha sorprendido. El efecto de estas caídas del mercado ha exacerbado el impacto en la confianza de consumidores y empresas de la errática política de aranceles de la nueva administración, así como la incertidumbre creada por los recortes, cierres de agencias federales y despidos masivos anunciados por el DOGE de Elon Musk. No es de extrañar que los PMIs americanos hayan caído drásticamente en sólo dos meses hasta niveles apenas expansionarios, y que el proxy GDPNow de la Fed se desplomara. El mercado de acciones americano y el dólar tienen un problema si la percepción de excepcionalismo americano se desvanece.

Gráfico 1: Actividad económica. PMIs



Fuente: Bloomberg. Datos a 28/02/2025.

Aparte de las valoraciones relativas, el elevado nivel de apalancamiento en el sistema y la situación macroeconómica a ambos lados del Atlántico, creemos que una de las razones para lo que está pasando en el S&P500/NASDAQ es la caída del exceso de liquidez (Gráfico 2) en EE.UU. Esta magnitud tradicionalmente ha tenido una correlación muy alta con las correcciones bursátiles. Las reservas todavía están por encima del umbral de abundancia (13%), pero el margen se ha reducido bastante, y la combinación reservas + reverse repo vs activos bancarios ha caído drásticamente.

Gráfico 2: Liquidez en EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Datos a 28/02/2025.

¿Y qué está pasando en Europa? El shock que ha supuesto el amago de abandono a Zelensky para la psique europea, acostumbrada a que EE.UU. le saque las castañas del fuego, parece haber revitalizado el proyecto europeo y dado alas al euro. Se han hecho anuncios que han producido movimientos considerables en las primas de riesgo, disparado la industria de defensa en bolsa, aumentado dramática y drásticamente la pendiente de la curva alemana y llevado a los swap spreads a niveles récord. ¿Podría esto significar la salida de la economía europea de su marasmo? La economía permanece atascada, con Francia tomando el sitio de Alemania como principal factor de rezago y las dudas sobre como, y en que términos se va a financiar el aumento del gasto militar pan europeo son generalizadas. La Comisión ha relajado las reglas fiscales y

habilitado un fondo para financiar el gasto en defensa, pero se espera de los parlamentos nacionales un esfuerzo que vemos difícil que muchos, en una era tan polarizada, puedan conseguir. La esperanza está en Alemania. Friedrich Merz, líder de la CDU y próximo canciller (salvo desastre) de Alemania anunció que los partidos de la futura gran coalición han acordado la reforma de la regla constitucional de déficit. Se llevará al Bundestag una enmienda antes de que se inaugure el parlamento recientemente elegido en abril, donde los partidos populistas AfD y Die Linke tendrán una minoría de bloqueo (se necesitan 2/3 del parlamento para enmendar la constitución). Por los detalles que se conocen, la enmienda permitirá 1) a los Landers y a los ayuntamientos un déficit de hasta el 0,35% del PIB, doblando en efecto la regla fiscal actual (0,35% del PIB para todas las administraciones públicas) 2) habilitará una exención para el gasto en defensa por encima del 1% del PIB e introducirá un fondo de infraestructuras (500bn) también fuera de balance. El objetivo EUR1tn de gasto, 18% del PIB del 2024, en planes plurianuales (2025-2035). La enmienda debería tener el apoyo de la corte constitucional, aunque pasar un cambio fiscal de semejante magnitud con un parlamento saliente es cuanto menos cuestionable. En un segundo paso se designará un comité de expertos para reformar la regla fiscal probablemente en la línea de las recomendaciones del Bundesbank, techo del 1,4% con flexibilidad para inversión pública.

Fuera de la situación fiscal europea, el elefante en la cacharrería son las tensiones comerciales. De momento Europa no ha sido afectada por la montaña rusa de titulares, mas allá de aumentar la volatilidad del euro. Después de los no aranceles a México y Canadá, parece cada vez más probable que lo que se anuncie el 2 de abril sea una especie de arancel universal, con tasas especiales para China de al menos el 20% y que se aplicarán regímenes especiales al acero y aluminio, y probablemente también a productos agrícolas, semiconductores, farma y automóviles. La UE no tendría mucho que temer de una política de aranceles recíprocos, a diferencia de países emergentes como Brasil o la India, pero el secretario de comercio Howard Lutnick ha confirmado que el IVA y el procedimiento europeo de gravar al importador en destino se tendrán en cuenta para medir el coste de exportación, lo cual podría suponer una subida considerable del arancel medio. Hemos analizado varios estudios econométricos y estas son las conclusiones: una subida del arancel medio a la UE del 10%, respondida con medidas similares, restaría al PIB europeo aproximadamente el 0,6% y añadiría a la inflación entre un 0,5 y un 0,7%. En el caso

americano, lo que ya se ha anunciado a China, al aluminio y acero representa una subida del arancel medio de un 8%. Reiteramos las conclusiones de la Fed: cada 1% de subida del arancel medio representaría un coste en términos de PIB de entre 0,1% y 0,14% y añadiría al PCE entre 0,06% y 0,09% (la experiencia de la última ronda de aranceles sugiere que el impacto estaría en la parte baja de estos rangos). El impacto inflacionario sería considerable, pero transitorio, y dependiente de la evolución final de la actividad económica; en cualquier caso, afectará a las decisiones de la Fed y del BCE.

Renta Fija y divisas

El primer trimestre del 2025 está siendo muy difícil para la renta fija europea dado el enorme y continuo "headline risk", subidas de tipos a largo de enorme magnitud y una volatilidad de curva sin precedentes. Hay que añadir a esto el colapso de las correlaciones tradicionales curvas-USD-EUR-JPY. El histórico cambio en la estructura fiscal alemana que representan los últimos acontecimientos justifica en parte el formidable movimiento de las curvas, una interpretación flexible de la enmienda unido a un aumento del gasto total en defensa que supere el 3% del PIB durante un período prolongado llevaría a Alemania a romper consistentemente las reglas fiscales de la UE; incluso podríamos ver la ratio deuda/PIB superar el 80% en ausencia de reglas de estabilización, aunque creemos que habrá mecanismos de control cíclico para evitar déficits excesivos.

Gráfico 3: Primas de riesgo



Fuente: Bloomberg. Datos a 5/03/2025.

Dadas las condiciones técnicas creemos que habrá oportunidades para extender duración en las próximas semanas. Vemos espacio para aumentar Alemania y la UE contra el resto de la Eurozona dada la bajada generalizada de las primas de riesgo. Sólo Alemania y Holanda

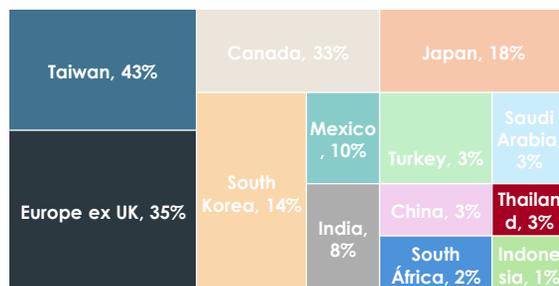
tienen espacio fiscal para aumentar gasto significativamente, así que una caída de las primas de riesgo soberano de esta magnitud puede no estar justificado en el contexto político actual. En periferia, hemos pasado a España de sobreponderado a neutral y aumentado ligeramente la exposición a Italia. Hemos reducido el posicionamiento en deuda en dólares dada las incertidumbres sobre la situación fiscal, el impacto de los aranceles en el PCE y el crecimiento y, sobre todo, por la mala situación técnica del USD contra todos los cruces importantes: JPY, EUR y GBP.

En crédito, el mercado continúa operando por el mismo patrón técnico desde septiembre del año pasado: demanda muy sólida, sostenida por TIRes relativamente altos (contra depósitos) en duraciones cortas-medias y por un perfil de amortizaciones que continuará siendo favorable durante el resto del trimestre. Este patrón de trading, por el que generalmente los diferenciales se abren cuando bajan los tipos soberanos, y bajan, a veces drásticamente, cuando ocurre lo contrario es insostenible. Los diferenciales contra Bunds/soberanos están extremadamente caros. Aunque una parte muy importante de la base de inversión tradicionalmente está mucho más pendiente de las primas de crédito puro, los diferenciales ASW/Zspread, están también muy cerca de sus mínimos históricos. Y, frente al crédito americano, particularmente el HY, Europa esta muy cara. Creemos que en los próximos meses los diferenciales corporativos contra Bunds se seguirán abriendo, al menos 15 puntos básicos mas.

Renta Variable

Para las inversiones en renta variable, es igualmente importante calibrar la exposición de cada mercado a EE.UU. en términos de ingresos. ¿Qué proporción de los ingresos podría verse afectada negativamente por la imposición de aranceles? Pues bien, Taiwán está muy por encima de otros mercados. El 43% de sus ingresos proceden de Estados Unidos. Los microchips son el producto más exportado, y Taiwán es el único fabricante puntero de chips del mundo. Por ello, cabe esperar que un recurso tan importante desde el punto de vista estratégico pueda quedar exento o beneficiarse de alguna ventaja, aunque esto no está garantizado. Europa, exceptuando Reino Unido, y Canadá también destacan cuando miramos el porcentaje de ingresos procedentes de EE.UU., al igual que lo hacen varios mercados exportadores asiáticos.

Gráfico 4: Exposición-Ingresos procedentes de EE.UU.



Fuente: MSCI. Datos a 28/02/2025.

En el gráfico 4 se muestra los mercados bursátiles de las economías con las que EE. UU. tiene un déficit comercial, ya que es más probable que se encuentren en la línea de aplicación de los aranceles. Otros mercados bursátiles también están expuestos a EE. UU., por lo que se enfrentan a riesgos, aunque desde el punto de vista económico puedan ser menos importantes; por ejemplo, la renta variable del Reino Unido obtiene el 27% de sus ingresos en los EE. UU. En cuanto a los mercados de renta variable, EE. UU. es el mercado dominante en el índice MSCI All Country World, que incluye tanto mercados desarrollados como emergentes, con una cuota del 66% a 31 de enero de 2025. A pesar de la retórica proteccionista, los mercados de renta variable a nivel global han mostrado un buen desempeño, con alzas de dos dígitos en Europa y China (medidas en dólares estadounidenses) hasta el pasado 19 de febrero de 2025. Sin embargo, la posibilidad de nuevos aranceles, un aumento en los existentes o represalias comerciales sigue siendo un factor de riesgo que con seguridad va a generar volatilidad en los mercados. Los aranceles pueden afectar las cadenas de suministro tanto de empresas estadounidenses como de compañías internacionales que cotizan en bolsa. En particular, las empresas de los países afectados podrían ver reducida su competitividad o enfrentar restricciones de acceso a mercados clave. Además, un posible desvío del comercio lejos de EE. UU. podría impactar a empresas de otras regiones, mientras que las estadounidenses también podrían verse afectadas si sus socios

comerciales responden con medidas similares. La clave estará en qué tan bien pueden trasladar estas empresas el costo de los aranceles a sus clientes, ya que algunas tendrán más margen de maniobra que otras para sobrellevar este impacto. Si el dólar se fortalece, afectaría directamente a las multinacionales estadounidenses con ingresos en el extranjero. Sólo el 59% de los ingresos del S&P 500 proviene del mercado interno, lo que significa que más del 40% depende de mercados internacionales. Además de los efectos por conversión de divisas estas empresas podrían enfrentarse a aranceles o represalias comerciales en los países donde operan.

En conclusión, dada la situación actual de los mercados mantenemos un "prudente" optimismo respecto al mercado de renta variable. El entorno económico pensamos que es favorable y se anticipa un escenario con inflación contenida.

Aunque las perspectivas de crecimiento y beneficios en Europa son más moderadas que en Estados Unidos, las valoraciones más atractivas en el mercado europeo siguen presentando oportunidades interesantes. Ante la volatilidad actual, consideramos que aparecerán oportunidades para adquirir acciones infravaloradas.

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 28/02/2025.

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.