HOUSE VIEW

APROVECHAR EL IMPULSO

BancaMarch

Aprovechar el impulso

Posición Estratégica

Clase de Activo	-2	-1	Neutral	+1	+2
Liquidez			●		
Renta Fija				●	
Renta Variable		●			
Alternativos			●		

Renta Fija	-2	-1	Neutral	+1	+2
Deuda Soberana		●			
EE.UU.			●		
Euro			●		
Bonos Corporativos				●	
Investment Grade				●	
High Yield			●		
Deuda Emergente				●	
Bonos Convertibles			●		

Renta Variable	-2	-1	Neutral	+1	+2
Europa			●		
Estados Unidos				●	
Emergentes				●	
Resto del Mundo		●			

Alternativos	-2	-1	Neutral	+1	+2
Líquidos		●			
Ilíquidos				●	

Divisas	–		Neutral		+
Dólar			●		
Libra Esterlina		●			

MACROECONOMÍA

Trump aterrizará en la Casa Blanca precisamente cuando el ciclo económico comenzaba a dar garantías de estabilización.

Acercándonos al final de este 2024, los datos macroeconómicos caminan por la senda correcta y el crecimiento económico global cerrará con un sólido avance del +3,1%, solamente una décima menos que el registrado en 2023.

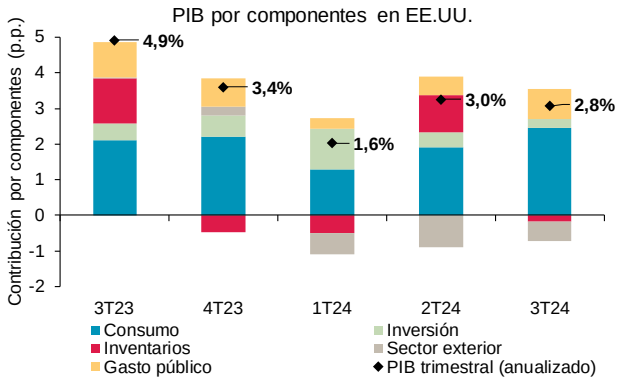
Por otro lado, y más relevante aún, es que se han confirmado nuestras perspectivas de que, este año, se lograría una contención de la inflación, lo que permitiría el inicio del ciclo de recortes de los tipos de interés. Tras llegar a superar el +9% interanual en el 3T de 2022, ahora la inflación a nivel mundial ha disminuido hasta situarse por debajo del +4% en este último trimestre del año. En la mayoría de los países, la inflación ronda ya los objetivos, lo que facilita la normalización de la política monetaria de los principales bancos centrales: en la segunda mitad de este año, tanto el BCE como la Fed han bajado ya en 75 p.b. el precio del dinero.

En este benigno contexto económico, el inicio de noviembre nos ha traído la contundente victoria de Donald Trump que será el cuadragésimo séptimo presidente de EE.UU., un acontecimiento que introducirá una menor visibilidad sobre el rumbo de las políticas económicas que adoptarán las principales potencias mundiales en los próximos trimestres.

La economía norteamericana está en marcha y el consumo se resiste a frenar.

El regreso de Trump a la presidencia coincide con un momento singular: la economía estadounidense sigue lejos de frenarse y continúa dando señales de fortaleza, impulsada principalmente por el consumo privado, que es su principal locomotora. Buena prueba de ello es que, durante el 3T del año, el PIB real avanzó nuevamente con fuerza (+2,8% trimestral anualizado) y los datos relativos a las ventas al por menor y la confianza de los consumidores ya de noviembre continúan mejorando, lo que sugiere que el crecimiento se asienta sobre bases sólidas (incremento de la demanda interna).

1. El consumo impulsa el crecimiento



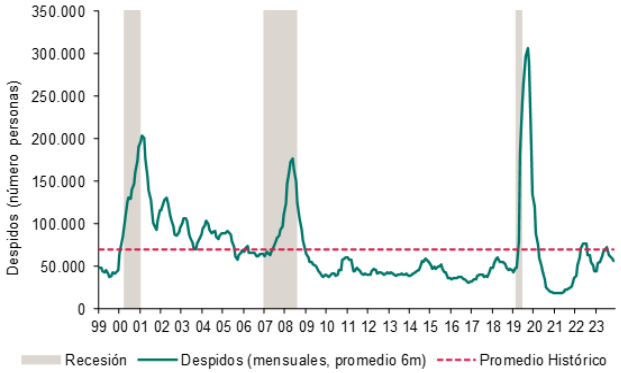
Fuente: Bloomberg y Banca March

Como muestra el gráfico 1, por sí solo el consumo privado explicó cerca del 75% del aumento del PIB estadounidense en promedio de los últimos cuatro trimestres, lo que confirma claramente esta tendencia.

De cara a los próximos meses pensamos que el consumo mantendrá una positiva evolución apoyado por un desempleo que se mantiene cerca de mínimos. Asimismo, con una inflación ya más contenida, las ganancias de salarios reales se han acelerado y de cara a la temporada de compras navideñas las perspectivas de consumo son este año muy halagüeñas: según la Federación Nacional de Minoristas americanos, se espera que el gasto de los consumidores en las festividades navideñas crezca entre un 2,5%-3,5%, alcanzando un nuevo récord. Un ritmo de crecimiento que de confirmarse supondría un avance menor que el año pasado, pero en línea con el promedio histórico de crecimiento entre 2010-2019.

El mercado laboral resiste a pesar del "efecto Milton".

2. Aunque los despidos(*) aumentan, siguen contenidos



(*) Despidos anunciados por empresas mensualmente (Challenger Job Cuts)
Fuente: Bloomberg y Banca March

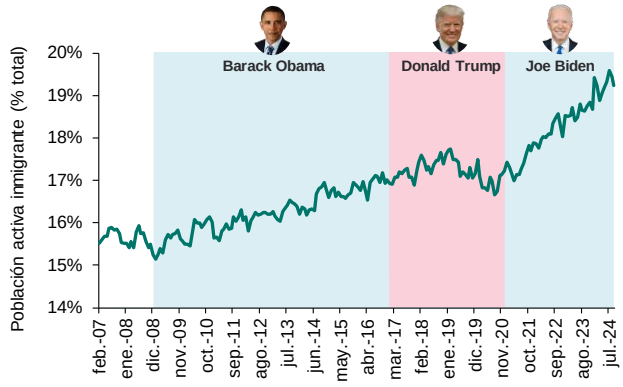
El mercado laboral estadounidense continúa mostrando señales de resiliencia en un contexto de desaceleración gradual. Buen ejemplo de ello son los despidos –medida altamente sensible durante períodos de contracción–. A pesar de haber mostrado un repunte con respecto al año pasado, 55.000 despidos en el mes de octubre frente a los 37.000 de 2023, y en parte afectados por los recortes de puestos en Boeing, resulta interesante analizarlos en perspectiva. Las cifras de despidos se mantienen contenidas por debajo del promedio histórico (70.500) y lejos de niveles recesivos. Igualmente ocurre con las peticiones por subsidio por desempleo, que se sitúan un 8% por encima del año pasado, pero un -38% por debajo del promedio histórico.

Por otro lado, la creación de empleo ha dado un frenazo, que sugiere cierto enfriamiento acompañado del sesgo provocado por los huracanes Helen y Milton, así como la huelga de trabajadores de Boeing.

No obstante, la tasa de desempleo se mantiene impasible a las disrupciones, en niveles del 4,1%. La Encuesta de Nóminas (*Payroll Survey*) revelaba una reducción de creación de empleo de octubre, de hasta 12.000 empleos, muy inferior a los 223.000 del mes anterior –revisado a la baja–. La industria , más sensible a la alteración del fenómeno meteorológico, fue la principal afectada con una destrucción de 46.000 empleos en las manufacturas, la mayor caída desde abril de 2020. La *Payroll Survey*, se basa en las respuestas de los negocios, de tal manera que, si un trabajador no asiste al trabajo –aunque sea por condiciones climáticas– en el período de pago semanal que incluye el día 12 del mes, se contabiliza como desempleado –aunque técnicamente conserva su trabajo–. Por el contrario, la tasa de desempleo se calcula a partir de la encuesta a los hogares (*Household Survey*) que considerarían a esa misma persona como empleada.

Las restricciones a la inmigración prometidas en campaña causarían efectos secundarios

3. El creciente peso de los extranjeros en la fuerza laboral total



Fuente: Bloomberg y Banca March

A pesar de que, durante el pasado mandato de Trump, la proporción de población activa extranjera permaneció estancada, las restricciones a la inmigración han sido uno de los pilares fundamentales de su programa electoral. De implementarse el ideario propuesto podrían generarse tensionamientos en la oferta laboral, con una creciente dependencia de mano de obra extranjera. En los últimos diez años, la mano de obra inmigrante ha pasado de representar un 15% sobre la población activa total, a un 20% actual.

Trump: más crecimiento, pero también mayor presión al alza sobre la inflación…

4. Principales propuestas Trump

Viable con la mayoría en el Congreso

1. **Reducir impuestos y extender el TCJA(*)**
2. **Aumento del déficit fiscal**
3. **Desregulación leyes (derogación del *Inflation Reduction Act* (IRA, 2022))**

Facultad presidencial

4. **Incremento de aranceles**
5. **Restringir la inmigración**

(*) Tax Cuts and Jobs Act
Fuente: Banca March

La contundente victoria en las elecciones de Trump, con mayoría en ambas cámaras allana el camino para que se implementen las contundentes promesas que ha venido realizado durante su campaña.

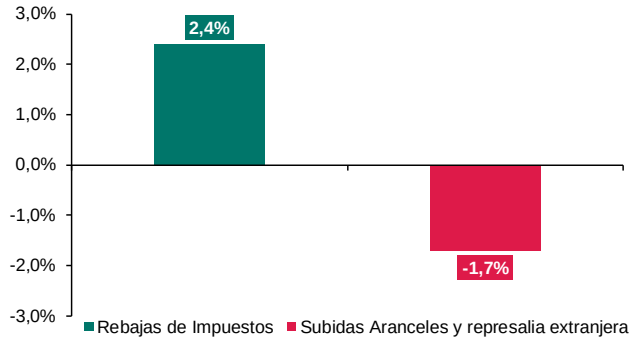
Sus políticas giran básicamente en torno a la implementación de una política fiscal expansiva y una menor regulación, lo que, en conjunto, deberían impulsar el crecimiento a través de una mayor demanda interna.

Pero no podemos olvidar que, por otro lado, sus propuestas de incremento de barreras comerciales y restringir la inmigración, reducirían la oferta disponible - encarecimiento de las importaciones y de la mano de obra- lo que afectaría negativamente el crecimiento no solo doméstico, sino que también global. Además, estas medidas elevarían la inflación.

…sus rotundas promesas y el control absoluto de las cámaras genera incertidumbres sobre el nuevo escenario: el tiempo y el orden de las medidas será decisivo.

Es difícil discernir la extensión y magnitud de las políticas que finalmente implementará una vez electo, tras el agresivo tono mostrado en campaña. Asimismo, el impacto de las propuestas de Trump variará significativamente en función de la combinación de políticas que se apliquen y de cómo se estructure cada una de ellas.

5. Estimaciones impacto en el PIB propuestas Trump:



Fuente: Tax Foundation y Banca March

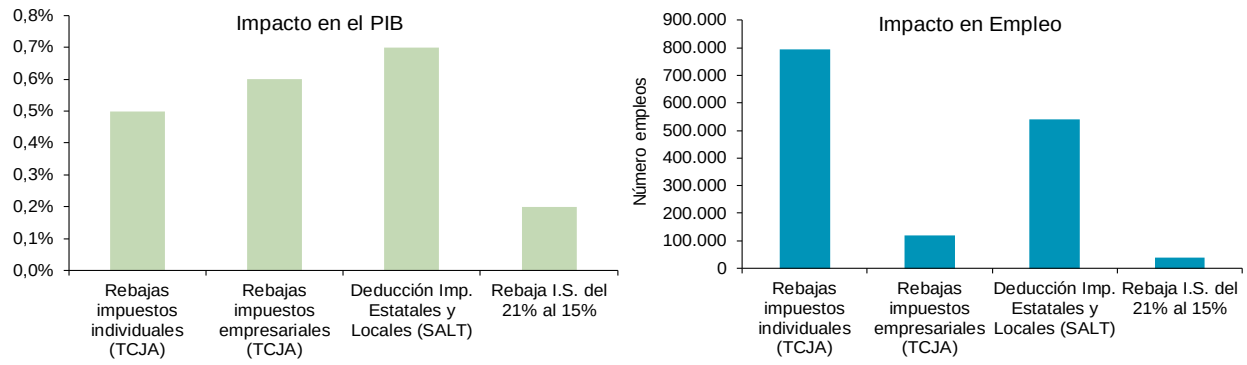
Como muestran las propias previsiones de la *Tax Foundation* de Estados Unidos, las estimaciones apuntan a que gran parte del impulso al crecimiento estadounidense a largo plazo de estos nuevos estímulos fiscales, se verían mermados si son financiados con mayores aranceles a las importaciones y los socios comerciales aplican represalias (gráfico 5).

El efecto neto, pensamos que será positivo para el crecimiento del PIB de Estados Unidos en los próximos trimestres, pero no debería ser de una magnitud tan alta que pueda cambiar la tendencia del ciclo económico.

En términos económicos, la combinación de mayores aranceles a la importación como medida compensatoria del coste de los recortes fiscales tiene importantes inconvenientes, dado que los aranceles son una forma de aumentar los ingresos que suelen tener elevados efectos distorsionadores y que conllevarán a represalias por parte de las otras potencias económicas mundiales. Los estímulos fiscales y la menor regulación deberían impulsar el crecimiento…

El enfoque de la política fiscal es claro y anticipa que, en los próximos años, se llevará a cabo una reducción de impuestos generalizada. Las propuestas son muy variadas, pero destaca especialmente la la reducción del Impuesto de Sociedades de 21% a 15% para los productores domésticos y la extensión de las rebajas del *Tax Cuts and Jobs Acts* (TCJA) firmado en 2017 y que vencerían en 2025 – que incluye la preservación de las tasas impositivas más bajas, la deducción estándar más grande, el mayor crédito tributario por hijos, la mayor exención del impuesto sobre el patrimonio y una reducción de impuestos para las empresas familiares –. A ello se unen nuevas propuestas como eliminar el IRPF sobre las propinas y la abolición de los impuestos a los ciudadanos americanos residentes en el extranjero que tendrían un menor calado.

6. Efectos principales de las medidas

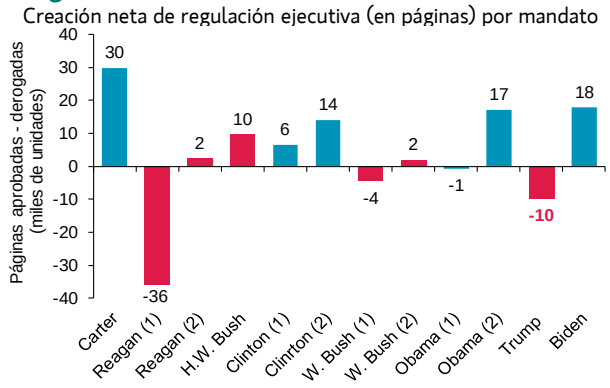


Fuente: Tax Foundation y Banca March

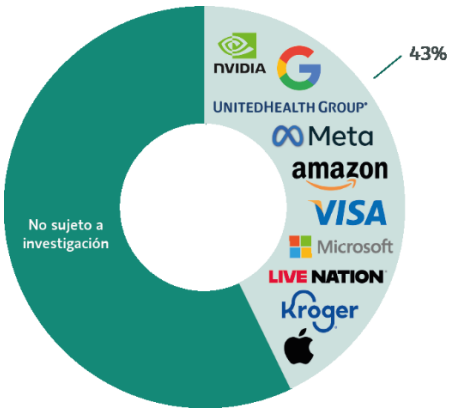
Además, tampoco se puede descartar una posible derogación del IRA, retirando así el apoyo fiscal a los programas de transición energética. En cambio, Trump enfoca el apoyo a la producción doméstica de petróleo, aliviando los obstáculos sobre producción petrolera y de gas, así como eliminar las restricciones sobre las emisiones.

El otro vector importante de estímulo a la actividad se espera que venga de una menor regulación: en su anterior mandato Trump fue el segundo mayor desregulador desde Reagan (gráfico 7) y para esta nueva etapa ha prometido reducir la regulación y la burocracia estatal –con ayuda de Elon Musk–. Asimismo, el nuevo presidente será menos beligerante con las grandes empresas tecnológicas y los riesgos de falta de competencia en sectores estratégicos de la economía. Actualmente más del 40% de las empresas pertenecientes al S&P 500 están bajo investigación de las autoridades de competencia, una tendencia que previsiblemente se frenará bajo el mandato de Trump.

7. Trump fue el presidente más deregulador desde Reagan



8. S&P 500: Compañías bajo investigación por prácticas monopolísticas (%)



Fuente: Federal Register, Bloomberg y Banca March

...aunque, si finalmente sube los aranceles como ha prometido, la actividad global se verá castigada y la senda de reducción de la inflación se podría llegar a poner en entredicho.

El incremento de aranceles es uno de los principales pilares de la política *trumpista*, con especial foco sobre China. Durante su mandato anterior, el 85,2% (135,4 miles de millones de dólares) de la recaudación de nuevas tarifas correspondía a aquellas impuestas exclusivamente sobre el gigante asiático. En campaña, el candidato electo ha optado por mostrar una propuesta aún más agresiva a la guerra comercial que desplegó en 2017. Y es que, en Estados Unidos, el presidente dispone de potestad arancelaria tras una investigación de un año que determine un peligro a la seguridad nacional o prácticas discriminatorias por parte de otro país, entre otras razones. Así, a lo largo de 2018 y 2019, se hizo efectiva la escalada de aranceles a China (Sección 301), los aranceles globales del 25% al hierro y 10% al aluminio (Sección 232), así como el 20% sobre las células fotovoltaicas y 50% a las lavadoras (Sección 201).

En este sentido, toma especial interés la Sección 301, debido a que Trump puede agilizar el proceso sobre los aranceles a las exportaciones chinas, al aludir a las investigaciones ya implementadas durante su anterior administración. Es más, tras cumplirse los cuatro años de revisión en mayo de 2024, Biden no solo prolongó las tasas arancelarias ya dispuestas en la Sección 301, sino que aumentó un amplio abanico de ellas sin tener que realizar una investigación adicional. Por ejemplo, incrementó la carga arancelaria de productos estratégicos, como los vehículos eléctricos (25% al 100%) o de las baterías de litio (de 8% a 25%).

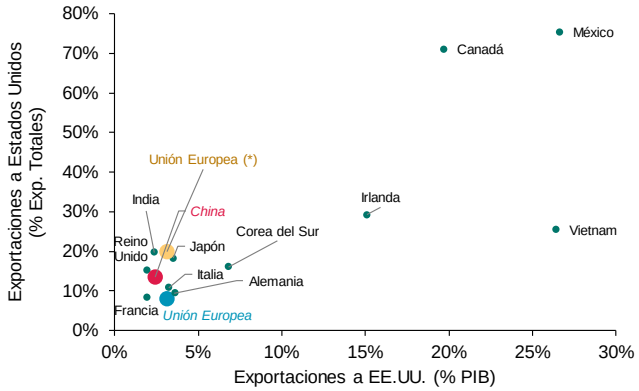
Con el control del Congreso, se abre una segunda vía para arremeter contra China, más hostil en sus relaciones diplomáticas. Al eliminar el estatus de "Nación Más Favorecida (NMF)", concedido por defecto a todos los países que conforman Organización Mundial del Comercio, EE.UU. dispondría de libertad para aplicar el arancel deseado a cualquier producto chino. Se trata de un mecanismo poco común, al que tan solo se ha recurrido en los casos de Rusia y Bielorrusia –Corea del Norte y Cuba

tampoco tienen este estatus–. Sin embargo, es una opción posible si tenemos en cuenta que el comité de la Casa de Representantes encargado de la competencia con China ha recomendado revocar la condición de NMF.

En lo que respecta a los aranceles globales de 10%-20%, donde entraría Europa, Trump no ha especificado a qué productos afectará, tan solo que incidirá sobre la "mayoría" de importaciones. El período de implementación sería de más de un año para aquellos productos diferentes a los ya afectados en 2018, siendo necesarias investigaciones separadas por cada nuevo sector.

Los principales exportadores a EE.UU sufrirán si el entorno comercial se vuelve más beligerante

9. Exportaciones a EE.UU. sobre PIB vs. exportaciones a EE.UU. sobre total(*)



(*) 2023
Fuente: Bloomberg y Banca March

La escalada de tensiones en la guerra comercial ha tenido un impacto significativo en las dinámicas globales del comercio, afectando particularmente a los intercambios entre Estados Unidos y China. Las importaciones estadounidenses desde China han experimentado una caída notable desde 2018 –de un 22% sobre el total de importaciones estadounidenses a un 14% en 2023–. Por su parte, la Unión Europea es altamente dependiente del comercio intracomunitario, aunque al excluir los intercambios entre los países miembros, EE.UU. se posiciona como principal socio comercial.

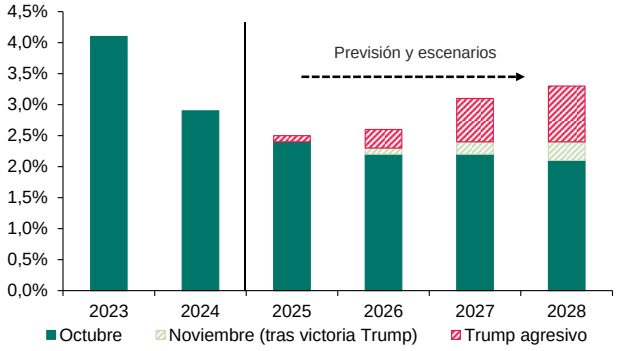
Además del potencial impacto de los aranceles sobre estas regiones, México es especialmente sensible al alza de las tarifas por su posición geográfica e integración económica a través del NAFTA. Desde 2018, México ha ganado terreno en los intercambios con EE.UU., –en parte gracias a su papel de intermediador de productos chinos–, pasando de representar un 13,5% en las importaciones estadounidenses a un 15,4%. Sin embargo, la economía estadounidense presenta una dependencia contenida del comercio exterior, lo que le concede cierto margen de maniobra para ejercer estas medidas proteccionistas. Sus intercambios –importaciones y exportaciones– en términos de PIB, representan apenas un 25%, frente al 63% del promedio mundial.

La ejecución de las nuevas políticas del gobierno norteamericano reduce la visibilidad sobre el proceso desinflacionista.

La inflación de Estados Unidos camina en la senda correcta de moderación, pero el giro de política económica del nuevo ejecutivo norteamericano sitúa ahora los riesgos al alza. Las propuestas han sido agresivas y, de implementarse en su totalidad, alterarían nuestro escenario de inflación.

A la espera de conocer los detalles ejecutivos de unas medidas que sin duda generarán mucho ruido, lo primero relevante es que desde nuestro punto de vista la llegada de Trump impulsará el crecimiento en el corto plazo con nuevos estímulos, lo que nos lleva a elevar el IPC previsto para los próximos años. Esta mayor presión al alza sobre los precios al consumo será contenida y no impactará la economía de una forma inmediata: en 2025 anticipamos un crecimiento del +2,4% del IPC, niveles todavía por encima de los objetivos de la Fed, pero ya en su "zona de confort" y, más importante aún, sin cambiar la tendencia de desinflación.

10. EE.UU.: escenarios IPC tras las elecciones(*)



(*) Escenario Trump agresivo asume aranceles a China del 60% y 10% al resto del mundo a partir de 2026, así como una reducción de la llegada de inmigrantes a EE.UU. del 50%.
Fuente: Bloomberg, OE y Banca March

Ahora bien, la visibilidad sobre la senda de la inflación en Estados Unidos es más reducida. En un escenario extremo en el cual se adoptara todas las medidas proteccionistas "prometidas" en campaña -fuerte subida de los aranceles y reducción de la llegada de inmigrantes-, la inflación volvería a superar niveles del +3% en la parte final del mandato.

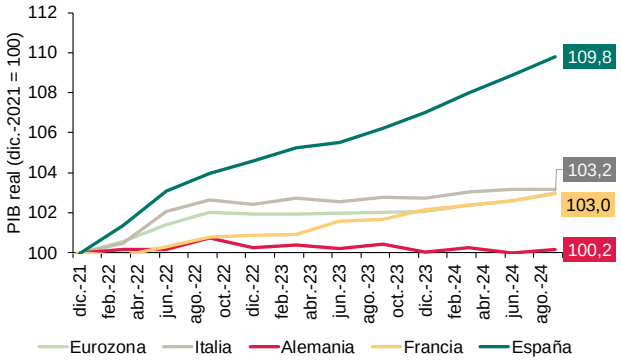
Eurozona: crecimiento a dos velocidades

La economía de la zona euro sorprendió en el 3T al acelerarse hasta el +0,4%, elevándose así el avance del PIB hasta niveles cercanos al +1% en el último año. Un crecimiento que aunque parece que va de menos a más, sigue siendo muy exiguo y alejado del elevado dinamismo que muestra la economía estadounidense.

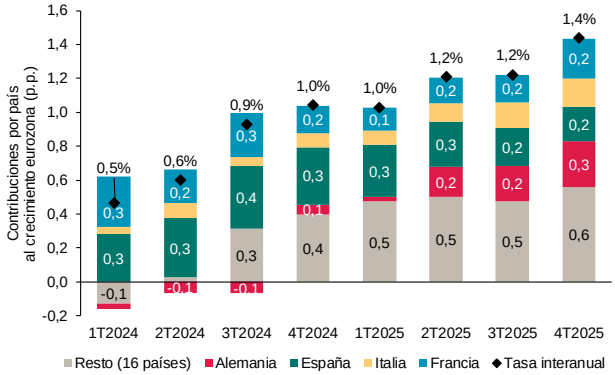
Además, si desgranamos las cifras del PIB de la zona euro, vemos como una vez más este avance esconde ritmos y tendencias divergentes que apuntan a que difícilmente veremos una aceleración sostenida del crecimiento conjunto de la región en los próximos meses. En concreto, esta aparente aceleración del PIB en el 3T se debió en gran medida a la volatilidad que caracteriza los datos de Irlanda – creció +2% trimestral tras caer un -1% en el trimestre previo – por lo que si se excluyera el ritmo de crecimiento sería una décima menor.

Por otro lado, entre las grandes economías, destacó positivamente España, que ha vuelto a superar las expectativas al crecer un notable +0,8% trimestral al tiempo que la otra sorpresa fue Francia, que avanzó un +0,4% trimestral, resultado que se debe prácticamente al impacto de los Juegos Olímpicos de París y que difícilmente se mantendrá en los próximos trimestres.

11. Crecimiento a dos velocidades



12. Estimación del PIB



Fuente: OE, Eurostat, Bloomberg y Banca March

Frente a ello, las economías más industriales de la región siguen mostrando señales de debilidad: el PIB de Italia ha decepcionado al quedar estancado en el 3T y después de dos años con tasas de crecimiento superiores a la media, afronta ahora una fase con menos dinamismo a medida que la inversión residencial, principal motor del crecimiento italiano en los últimos años, vaya perdiendo empuje por la retirada gradual de los incentivos y exenciones fiscales (el programa conocido como "Superbonus").

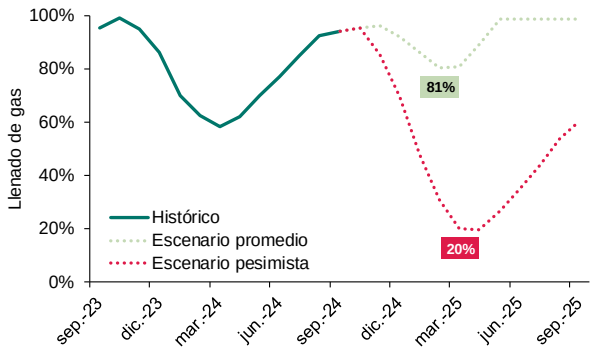
En el caso de Alemania, es cierto que el PIB ha sorprendido al alza al crecer un +0,2%, pero, por otro lado, se revisó a la baja el dato del trimestre anterior. Con ello, se confirma que la economía germana se ha contraído en dos de los últimos 4 trimestres y que su PIB a cierre del 3T de 2024 está por debajo del registrado antes de la invasión de Ucrania (1T 2022).

En definitiva, la eurozona continuará mostrando un crecimiento bastante modesto que descansa en una esperable reactivación de la demanda interna, que vendría impulsada por el descenso de los tipos de interés y una menor inflación. Desde nuestro punto de vista, esta mejora de las cifras de actividad vistas en el 3T es alentadora, pero seguimos situando los riesgos a la baja para el +1,2% de crecimiento del PIB previsto para 2025: los conflictos geopolíticos y las mayores barreras comerciales que incentivarán las políticas económicas de Trump serán especialmente negativas para Alemania e Italia, las dos grandes economías de la eurozona con mayores vínculos comerciales con EE. UU.. Por otro lado, Francia necesitará iniciar un proceso de consolidación fiscal y, en el caso de España, sería necesario que la distribución e implementación de los fondos NGEU consigan dinamizar, pero sobre todo diversificar las palancas de crecimiento que han estado muy basadas en la recuperación del sector turístico.

Los precios energéticos se mantienen contenidos y continúan suponiendo un viento a favor para la eurozona

A pesar de la sorpresa de octubre cuando los precios de la eurozona repuntaron hasta el +2% desde el +1,7% previo, pensamos que la inflación se mantendrá en la senda correcta a medida que nos aproximamos al periodo invernal.

13. Reservas de gas en Europa



Fuente: Bloomberg, Entsog, Eurostat y Banca March

De cara al comienzo de los meses más fríos del año, en los que el consumo de energía suele incrementarse considerablemente, la UE se beneficiará de unas reservas de gas prácticamente repletas – se sitúan al 96%-, una situación que permitirá atravesar el invierno con tranquilidad. Según nuestras estimaciones, incluso asumiendo un escenario pesimista de recorte total de las importaciones de gas ruso y un consumo un 15% por encima del promedio 2018-2023, continuaría habiendo reservas. Alcanzarían su nivel mínimo del 20% en marzo de 2025. En cambio, si consideramos un invierno promedio y que las importaciones provenientes de Rusia se mantienen, el almacenamiento de gas apenas caería hasta el 81%.

Por el lado del petróleo, al efecto base favorable se le suma el aplazamiento del incremento en la producción por parte de la OPEP+. En concreto, el cártel, que es responsable de casi un tercio de la producción de petróleo global, ha pospuesto hasta enero de 2025 el aumento de la oferta de 180.000 barriles diarios. Dicha medida forma parte de un plan global más ambiciosoen el que la OPEP+ busca devolver al mercado un total de 2,2 millones de barriles diarios (entre el 2% y 3% de la producción global diaria), de manera gradual.

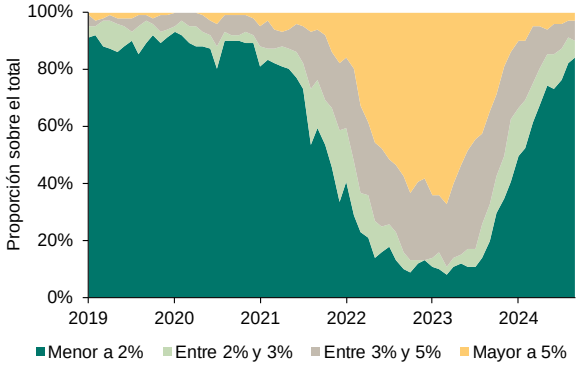
No obstante, en el caso del gas, que pesa alrededor del 5% en el IPC de la eurozona al igual que el petróleo, el efecto base será menos benigno en los próximos meses, neteando en parte el efecto positivo del crudo.

Los servicios continúan siendo la piedra angular en la batalla contra la inflación.

Mientras que el proceso de desinflación de los bienes ha sido relativamente rápido y generalizado, los servicios se muestran más reticentes a ceder. En el caso particular de Europa, y a diferencia de Estados Unidos, dichos servicios están más asociados al turismo y no tanto a la vivienda.

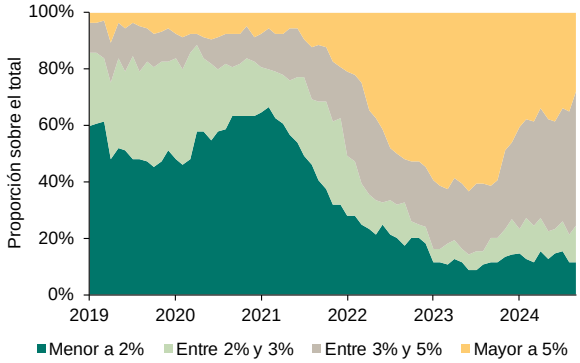
En los bienes industriales, si excluimos aquellos relacionados con la energía, se observa que el proceso de desinflación ha sido generalizado. En concreto, alrededor de un 85% de los bienes crecen a ritmos inferiores al +2%, mientras que un 90% lo hace por debajo del +3%.

14. Evolución de los precios de los bienes industriales (exc. energía)



Fuente: Eurostat y Banca March.

15. Evolución de los precios de los servicios



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Por el lado de los servicios, la situación difiere considerablemente: únicamente un 25% del total crece por debajo del +3% (vs. el 90% en el caso de los bienes). Más aún, en algunas partidas específicas relacionadas al turismo, como es el caso de los vuelos domésticos o los paquetes de vacaciones, la variación interanual promedio de 2024 ronda el +10,5% y +10% respectivamente.

China: en la dirección correcta. Muchas expectativas, pero la "madera" no termina de llegar.

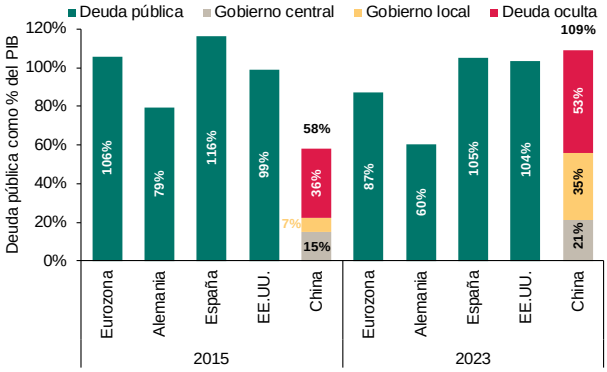
A diferencia de la indolencia de comienzos de año, el Gobierno chino despertó a finales de septiembre tras un largo letargo y anunció una serie de estímulos para el sector inmobiliario y monetario. Desde nuestro punto de vista, las medidas anunciadas hasta el momento requieren de una mayor definición a nivel fiscal para modificar el rumbo de la economía.

Por el lado monetario, se recortaron varios tipos oficiales de referencia a la vez que se redujo en -50 p.b. el ratio de reservas de los bancos. En lo que respecta al sector inmobiliario, se rebajó la cuota de entrada a segundas viviendas hasta el 15% desde el 25% previo y se disminuyó el tipo de interés para las hipotecas existentes en -50 p.b. Por último, también se anunció una serie de medidas con el objetivo de inyectar liquidez al mercado. En conjunto, todas estas medidas supondrían en torno a los 3,5 billones de yuanes (poco más de un 2,5% del PIB).

Sin embargo, la delicada situación que atraviesan las cuentas públicas del gigante asiático reduce las posibilidades de mayores estímulos que provengan del plano fiscal. Debido a esto, y con el objetivo de paliar la difícil situación que atraviesan los gobiernos locales, el Gobierno chino ha anunciado recientemente un paquete de ayuda para que estos puedan refinanciar su deuda por el equivalente a 10 billones de yuanes (1,4 billones de dólares).

Asimismo, esta falta de estímulos contundentes se ve reflejada en la golpeada confianza del consumidor chino que continúa sin incrementar su demanda de crédito –el impulso al crédito lleva nueve meses en negativo–.

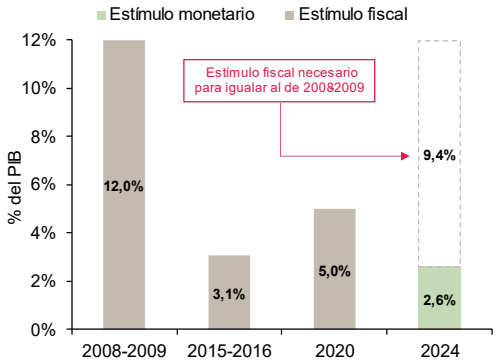
16. Deuda pública sobre PIB



Fuente: BIS, Bloomberg, OE y Banca March.

Sin embargo, y a diferencia de las arcas públicas, pensamos que el Banco Central de China (PBoC) aún tiene margen de maniobra. Mientras que otras autoridades monetarias como la Reserva Federal o el Banco Central Europeo expandieron considerablemente su balance con la llegada de la pandemia, el PBoC no ha incrementado sus activos desde la Covid, sino que los redujo –en términos relativos al PIB, el balance pasó del 38% en enero de 2020 al 34% actual–.

17. Estímulos China y su dimensión histórica



Fuente: Bloomberg, DB, FMI y Banca March.

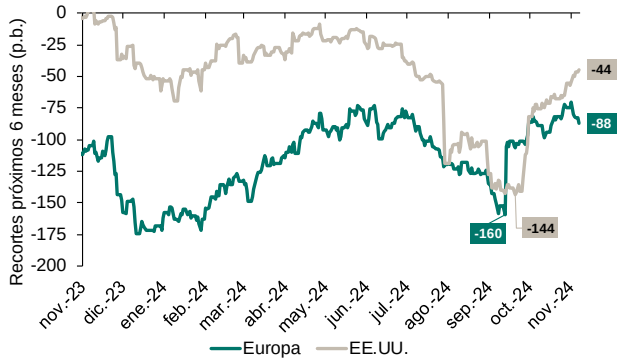
En conclusión, consideramos que las intenciones del Gobierno chino van en la dirección correcta, pero se necesita una mayor concreción, principalmente desde el plano fiscal. Teniendo en cuenta los estímulos monetarios e inmobiliarios ya anunciados, nuestras estimaciones señalan que los estímulos fiscales necesarios para equiparar al de 2008-2009 deberían rondar el 9,4% del PIB.

BANCOS CENTRALES

La llegada de Trump aplazará aún más los recortes de la Reserva Federal que rebajará 25 p.b. menos de lo que esperábamos antes de las elecciones. Estimamos -100 p.b. a diciembre de 2025.

Tal y como anticipamos, los recortes de tipos oficiales previstos por el mercado no coincidían con un escenario de aterrizaje suave de la economía, a lo que ahora se suma la llegada del candidato republicano a la Casa Blanca. En los últimos 50 días, la curva ha pasado de descontar 6 recortes en 6 meses a menos de dos, una situación mucho más acorde con nuestra visión de mercado.

18. Fed y BCE: expectativas de recortes



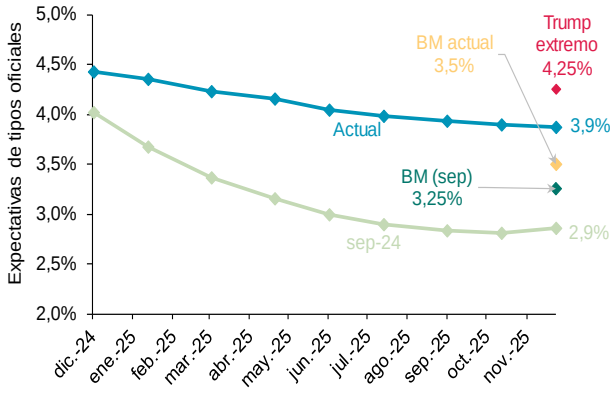
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Por el lado de la Fed, a la bajada *jumbo* de septiembre, le seguirán movimientos más contenidos a medida que los riesgos de su mandato dual están más equilibrados. Dicho de otra manera, a medida que la inflación se aproxima al objetivo del +2% y el mercado laboral se mantiene robusto, la relajación monetaria será más lenta, pero desde nuestro punto de vista no hay vuelta atrás y descartamos subidas de tipos.

Con respecto a la victoria de Trump, si bien Powell señaló que las elecciones no tendrán efecto alguno sobre las decisiones de la Fed, es probable que la agenda del candidato republicano sí tenga repercusiones en los precios. A una locomotora que ya se encontraba en marcha, se le unirá una dosis adicional de "madera en la caldera" que podría forzar a la Reserva Federal a ir más lento en su política de recortes.

Precisamente, esto nos ha llevado a revisar los supuestos bajo los que previamos las cuatro bajadas para el año que viene en el caso de la Fed. Usando la regla de Taylor, con una tasa natural de paro estimada por el CBO (*Congress Budget Office*) en el 4,4% y el deflactor del consumo como referencia para la inflación, consideramos que la llegada de Trump supondrá unos mayores precios y podría aumentar la presión sobre el mercado laboral. Por ello, una economía con esteroides nos lleva a elevar nuestro tipo oficial estimado en 2025 a niveles del 3,5%, eliminando un recorte el año que viene con respecto a lo que anticipábamos en el mes de septiembre. Por lo que creemos que habrá una bajada en diciembre y el año que viene habría 3 recortes más por parte de la Fed.

19. Expectativas de tipos oficales a diciembre 2025



Fuente: Bloomberg, Fed de Nueva York y Banca March.

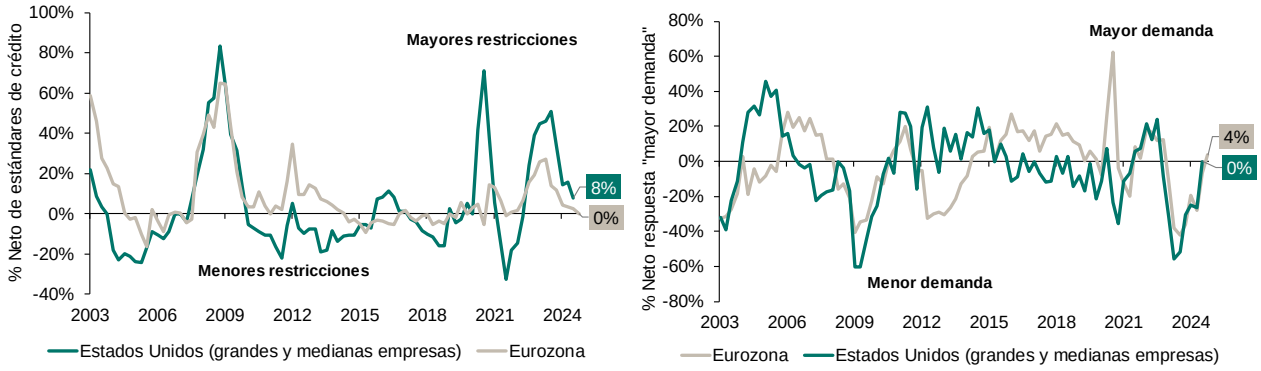
Además, haciendo un ejercicio de sensibilidad, en el caso de que Trump impulse la inflación subyacente 5 décimas más y el paro se mantenga en el actual 4,1%, la regla indicaría que no habría más bajadas que la esperada en la siguiente reunión.

En el caso del BCE, tanto la inflación agregada de la zona euro como la de las principales economías, ya viaja a ritmos iguales o inferiores al +2%. Asimismo, por el lado de la actividad, persiste la debilidad del sector industrial, principalmente en Alemania, lo que favorece una mayor relajación de los tipos oficiales por parte de la entidad. Sin embargo, el BCE se enfrentará al dilema de si seguir su propia

senda o ajustar su ritmo al de la Fed (sobre todo ante el impacto sobre la inflación que tendría una depreciación excesiva del euro frente al dólar). En nuestro caso, mantenemos las 5 bajadas hasta 2025.

Aunque las encuestas de los bancos centrales están anticipando un aumento en la capacidad de financiación, el crédito real no termina de repuntar.

20. Bancos comerciales relajando las condiciones crediticias, cada vez más reflejan una demanda creciente…

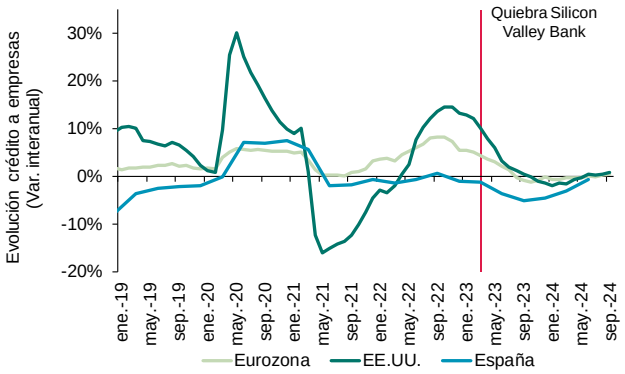


Fuente: Fed, BCE, Bloomberg y Banca March

La Fed y el BCE monitorizan las condiciones financieras a través de encuestas a los bancos comerciales, que les permite recopilar la visión de las entidades desde el lado de la oferta y de la demanda. La oferta, se mide mediante la diferencia entre el porcentaje de bancos que afirman haber endurecido sus restricciones al conceder créditos y los que las relajan (gráfico 20.1.). De este modo, cuanto menor es el resultado de esta sustracción, menor es la limitación de la oferta. Igualmente, la demanda representa la diferencia entre la proporción de entidades financieras que registran un aumento de la demanda frente aquellas con caídas (gráfico 20.2.). Atendiendo a las encuestas, los bancos centrales anticipan un aumento en la capacidad de financiación, con unas restricciones cada vez menores en la oferta y una demanda aparentemente creciente.

Estos indicios aún no se han trasladado a la economía real ya que, desde la quiebra de Silicon Valley Bank en marzo de 2023, continúa con un flujo de crédito corporativo muy contenido. Por entonces, los préstamos a las empresas estadounidenses avanzaban a tasas interanuales del +12,2% y de +5,2% en la eurozona frente al +0,7% y +0,5% respectivo del mes de septiembre.

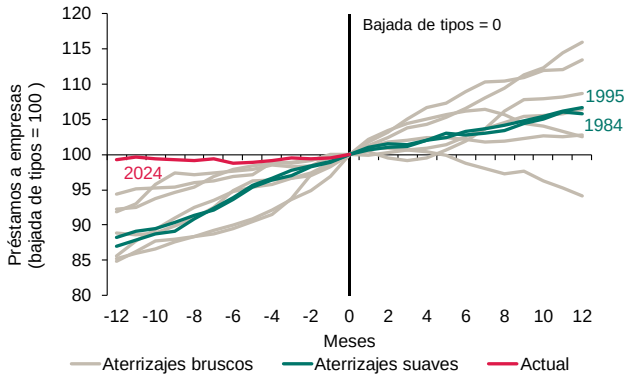
21. … pero el estancamiento persiste a nivel global



Fuente: Fed, BCE, Banco de España, Bloomberg y Banca March

El crédito continúa sin acelerarse, en contra de lo que ha ocurrido en la mayoría de los ciclos anteriores en los que es precisamente antes de que se produzcan las primeras rebajas de tipos oficiales cuando aumenta con fuerza

22. Evolución préstamos (*) a empresas y tipos de interés Fed



(*) Préstamos comerciales e industriales, sin inmobiliario comercial. Excluye 2019.
Fuente: Bloomberg y Banca March

En contra de lo que podría parecer, las rebajas de tipos de interés implementadas por la Reserva Federal no suelen ser el catalizador que dispara la apertura del "grifo del crédito". Pese a que suponen unos menores costes de financiación y un reclamo para que las empresas aumenten la demanda de préstamos, la evidencia apunta a que el enfriamiento económico que acompaña a los ciclos de bajadas y la aversión de los negocios a incrementar sus inversiones, tienen mayor peso en esta disyuntiva.

Al comparar la variación en el crédito antes y después de las bajadas, observamos que, en promedio, es superior en los doce meses que le preceden (+10,8%) que en los doce meses siguientes (+7,8%). Este patrón se repite históricamente –salvo dos excepciones–, cumpliéndose a su vez durante los "aterrizajes suaves" de 1984 y 1995. Sin embargo, el ciclo actual resulta particular, al presentar el menor crecimiento en la emisión de préstamos a pesar de la fortaleza de la economía.

23. Variación préstamos en el año precedente y posterior al recorte de la Fed (%)

	Antes bajada	Después bajada
1974	15,1	2,5
1980	14,3	8,6
1981	11,2	16,0
1984	13,0	5,8
1987	8,1	6,4
1989	5,7	2,8
1995	11,7	6,7
2000	7,8	-5,9
2007	14,7	13,4
2019	6,1	21,9
2024	**0,7**	
Promedio	10,8	7,8

Fuente: Bloomberg y Banca March

¿Hasta qué punto puede influir Trump sobre la Fed?

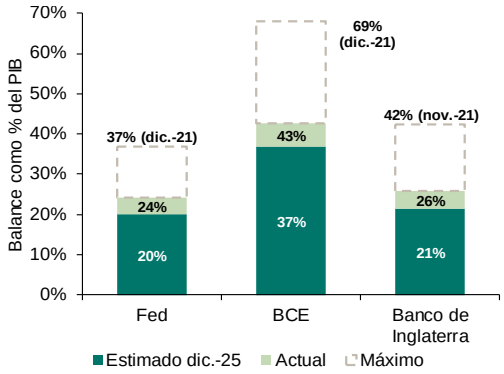
A pesar de que fue el propio Donald Trump quien postuló a Jerome Powell para presidir la Reserva Federal a comienzos de 2018, la idiosincrasia del carácter del próximo inquilino de la Casa Blanca podría incrementar las tensiones con la máxima autoridad monetaria. Si bien, en principio, esta última debería poder actuar de manera independiente, consideramos que vale la pena plantearse hasta dónde puede llegar la influencia del presidente sobre la política monetaria del país.

El comité Federal del Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés), está compuesto por doce integrantes: cinco presidentes de Bancos de la Reserva Federal y siete miembros que conforman la Junta de Gobernadores, dentro de la cual se encuentra el mismo presidente de la Reserva Federal. Los oficiales pertenecientes a este último grupo son elegidos directamente por el presidente de los Estados Unidos para ejercer su cargo durante catorce años, y sus mandatos tienen vencimientos variados.

El mandato de Powell como presidente de la Fed finalizaría en mayo de 2026. Sin embargo por más que Trump consiguiera arrebatarle la presidencia, seguiría manteniendo su rol como gobernador hasta 2028 con pleno derecho de voto en las decisiones de política monetaria.

Prosigue la reducción de balances: al ritmo actual, alcanzaríamos los niveles pre-Covid en términos relativos al PIB a finales de 2025.

24. Reducción de balances en % del PIB



Fuente: Bloomberg y Banca March.

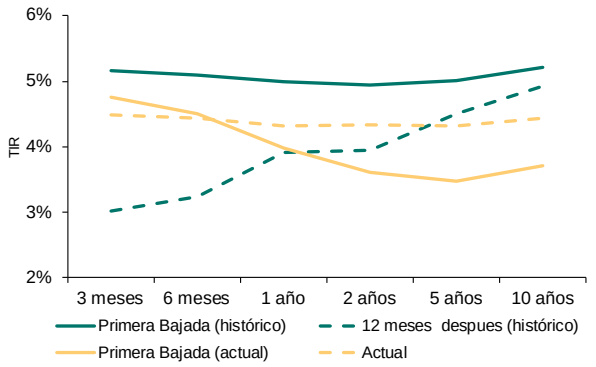
Después de que tanto la Fed como el BCE recortaran el precio del dinero en -75 p.b., y el Banco de Inglaterra hiciera lo propio en -50 p.b., la discusión en torno a los activos de las autoridades monetarias ha pasado, incorrectamente a nuestro parecer, a un segundo plano.

De cara a los próximos meses, es probable que los bancos centrales complementen su política de tipos con nuevos cambios en torno a su hoja de balance. Pensamos que los balances actuarán como complemento de los tipos oficiales a la hora de controlar la liquidez general del sistema, brindando un mayor margen de maniobra a las autoridades.

RENTA FIJA

Nos encaminamos hacia una normalización de la curva de tipos de interés.

25. Evolución curva soberana tras recortes de tipos



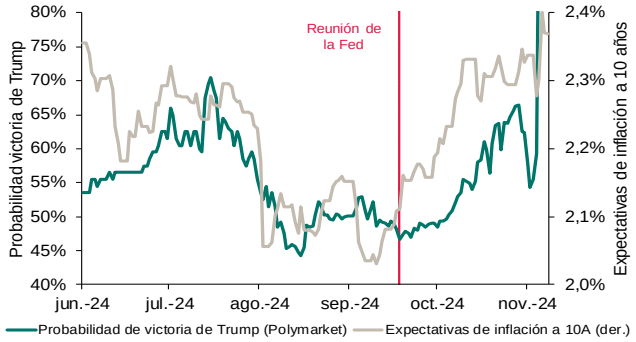
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Históricamente, el inicio del proceso de recortes de tipos oficiales marca el principio del fin para esa gran anomalía que supone una curva de tipos invertida, se vuelve a generar una prima por plazo y los inversores comienzan a obtener más remuneración por prestar a largo que a corto plazo. En este ciclo, en el que hemos asistido a la subida de tipos de interés más intensa de los últimos 40 años, se ha producido la inversión de la curva de tipos de interés más prolongada de la historia (25 meses y contando, en el caso de la curva americana 10 años - 3 meses). Sin embargo, a lo largo de las últimas semanas hemos asistido a cierta recuperación en la pendiente que se sitúa en los -7 p.b..

En este contexto esperamos que, en las próximas semanas, la prima de plazo vuelva a terreno positivo en todos los tramos. Este cambio incrementa la importancia de actuar con agilidad, buscando más duración para capturar esa prima creciente. Una oportunidad que se comienza a poner en precio tras la confirmación de la llegada de Donald Trump con pleno control parlamentario y margen para provocar presión adicional en el déficit fiscal y en la inflación.

En busca de oportunidades tácticas en duración tras las expectativas de reflación que algunos activos comienzan a poner en precio.

26. RF pone en precio la llegada de Trump



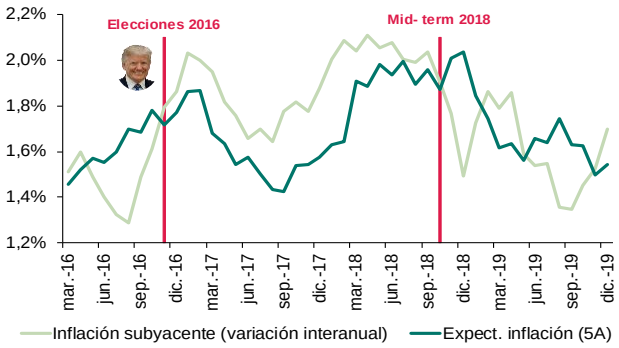
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Tras las elecciones, las expectativas de inflación han escalado a niveles de mayo, llegando incluso al 2,4% para la inflación implícita en el bono a 10 años estadounidense. Este cambio ha provocado una caída en los precios de los bonos soberanos de mayor duración, con cesiones desde máximos de hasta el -5% en el caso del bono a 10 años, que han elevado los tipos hasta niveles del 4,4% (+80 p.b. desde medidados de septiembre).

En Europa, el Bund se resistía en los primeros compases, pero también se ha visto arrastrado parcialmente por el movimiento americano hasta niveles del 2,4%, lo que supone +40 p.b. desde los mínimos de principios de octubre y una caída en precio del -3,5%. Por otro lado, las curvas de tipos han ganado pendiente en ambas regiones: en Estados Unidos la diferencia entre el 10 años y el 2 años ha llegado a los +16 p.b, mientras que en Alemania alcanzó los 22 p.b. Además, el diferencial entre el tipos a 10 años y la rentabilidad exigida a la letra a tres meses se ha reducido considerablemente, llegando a estar muy cerca de desinvertirse y situándose en el punto más elevado en dos años para el caso americano.

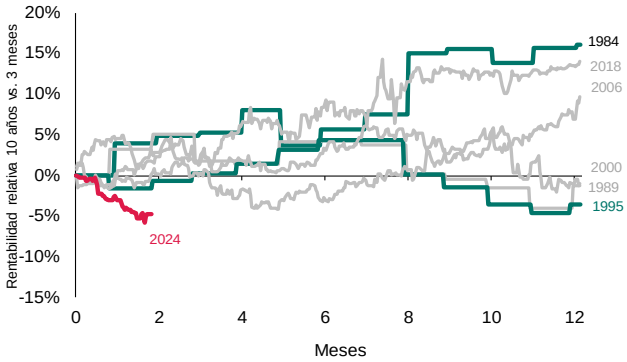
A pesar del incremento de expectativas de inflación y agresivas caídas de precios que han sufrido los bonos largos en los últimos días, conviene recordar que la llegada de Trump a la presidencia en 2016 tan solo supuso un corto y limitado aumento de la inflación. Si bien es cierto que asumió el poder en una situación especial, con los precios del petróleo recuperándose de las caídas del año precedente, la tasa subyacente tan solo alcanzó un 2,1% en el punto más álgido de todo su mandato.

27. Expectativas inflación vs. inflación real



Fuente: Bloomberg y Banca March.

28. Rent. Relativa 10 años vs. 3 meses



Fuente: Bloomberg y Banca March.

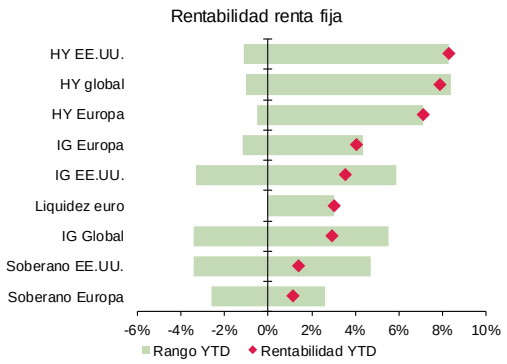
Consideramos que el regreso a la presidencia de Trump, en 2025, se traducirá en una moderación más paulatina de los precios que en un cambio estructural de tendencia en la inflación.

Por ello, consideramos que el reciente descenso en los precios de los bonos puede llegar a fraguar una oportunidad táctica a lo largo de las próximas semanas. Tomando como referencia el aterrizaje suave de la economía de 1995, los tipos a 10 años subieron hasta 90 puntos básicos en el año siguiente al primer recorte de la Fed. No creemos que se vuleva a llegar a un nivel similar, pues el punto de partida era diferente al no estar invertida la curva, pero consideramos que niveles cercanos al 75% de esa subida, compatibles con el 4,5% para el bono a 10 años, serían adecuados para comenzar a incrementar duración frente a la neutralidad que venimos manteniendo desde diciembre del año pasado.

Aunque por el momento, el tiempo, juegue a favor de los tipos cortos debido a que las referencias de tipos largos continúen pagando menos, la situación está a punto de cambiar y la migración deberá hacerse sin prisa, pero sin pausa, a medida que se vaya normalizando la curva.

Mantenemos nuestra preferencia por el crédito, especialmente el de mayor calidad en Europa. La liquidez seguirá apoyando las valoraciones en el crédito.

29. Retornos en el año en la renta fija



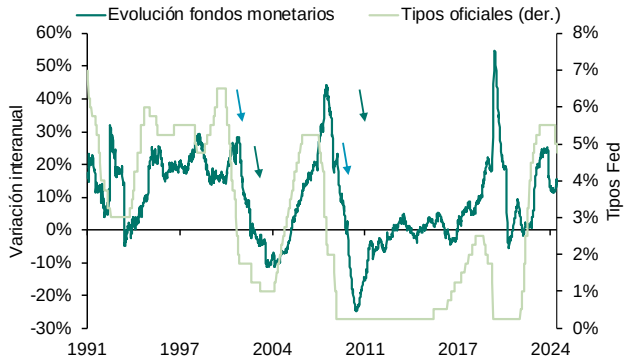
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Los bonos corporativos siguen destacando en las últimas semanas, con fuertes compresiones en los diferenciales en ambas regiones (-24 p.b. desde mitades de septiembre para el crédito de calidad tanto en Europa como en Estados Unidos desde mitades de septiembre). Algo que se repite en los tramos más arriesgados, en los que la compresión ha sido de 80 p.b. para el *high yield* estadounidense y 60 p.b. para el europeo. Como resultado, los activos de mayor riesgo de crédito están liderando los retornos en el año.

En cuanto al nivel de los diferenciales, el crédito de calidad europeo rompió en noviembre la barrera de los 100 p.b. y en Estados Unidos nos encontramos en los mínimos de los últimos 20 años (74 p.b.). En el *high yield*, Europa mantiene el diferencial por encima de los 300 p.b., aún en niveles superiores a los vistos antes de la invasión de Ucrania. En cambio, en Estados Unidos, los diferenciales se reducen hasta los mínimos de los últimos 20 años, situándose actualmente en los 250 p.b.

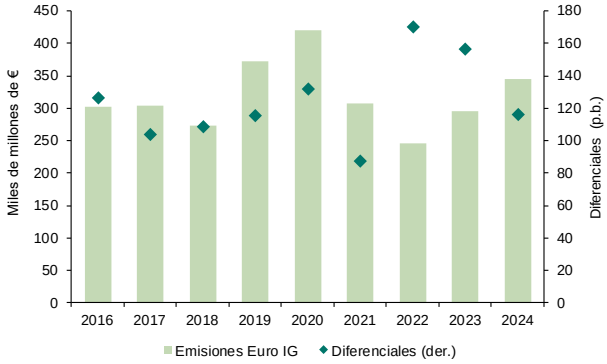
A pesar de que las valoraciones son exigentes, anticipamos que la liquidez embalsada en los instrumentos a corto plazo irá migrando gradualmente hacia otros activos financieros en busca de mayores rentabilidades, a medida que menguan su rentabilidad debido a la reducción de los tipos oficiales. En el caso del crédito, estos flujos están absorbeviendo el aumento de emisiones sin presionar a los diferenciales -e incluso reduciéndolos-. Desde enero de 2023, el agregado de fondos monetarios en Estados Unidos ha crecido en 2 billones de dólares.

30. Activos bajo gestión en fondos monetarios y tipos oficiales



Fuente: Bloomberg y Banca March.

31. Emisiones y diferenciales promedio en IG

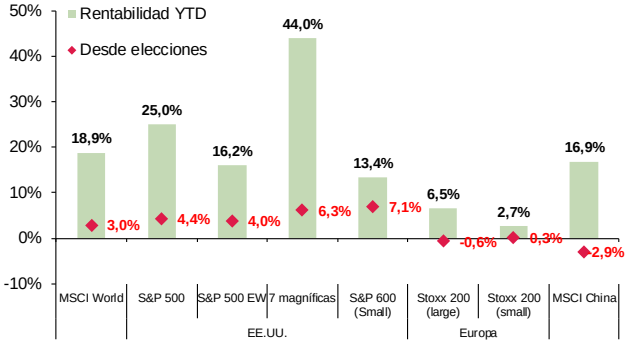


Fuente: Bloomberg y Banca March.

RENTA VARIABLE

La contundente victoria de Trump sienta bien a Wall Street, no tanto a Europa y China.

32. Efecto Trump: evolución índices desde elecciones



Fuente: Bloomberg y Banca March

El retorno de Trump a la Casa Blanca permitió a Wall Street cerrar su mejor semana del año. Destacamos al S&P 500, tras firmar la mejor sesión postelectoral de su historia y avanzar un +4,8% en lo que va de noviembre. En contraste, los mercados en Europa y China reaccionan con retrocesos de entre el -1,5% y -3%, temerosos ante el previsible incremento de la guerra comercial. Mención especial para la evolución de las *small caps*, con excelente comportamiento del índice estadounidense S&P 600 (+7,1%) frente al ligero retroceso de su homólogo europeo (-1,2%).

Las elecciones permiten también observar, de un lado, la mejor evolución del S&P 500 en los cuatro años que median entre elección y elección desde 1996, con un retorno acumulado del +69,6%. Y por el otro, el importante impacto electoral positivo en acciones como Tesla que, tras gastar 50 millones de dólares en la campaña, acumula un +40% tras el evento. La cifra supone incrementar su capitalización bursátil en 70.000 millones de dólares y Tesla presenta ahora un exigente PER 110x.

El ejercicio prosigue con su buena evolución bursátil y una elevada concentración en las subidas.

33. Índices y sectores: evolución anual

YTD	Global	S&P 500	Europa	Emergentes	China
Tecnología	30,1%	35,1%	4,0%	17,5%	31,7%
Telecom.	27,8%	35,5%	10,7%	12,1%	22,3%
Financieros	23,1%	32,0%	15,5%	8,2%	31,2%
Índice	**18,9%**	**25,0%**	**4,5%**	**6,8%**	**16,9%**
Industriales	16,5%	24,6%	12,6%	3,0%	23,5%
Cons. Dis	15,9%	25,0%	-4,7%	14,6%	17,9%
Utilities	12,2%	23,4%	-2,0%	4,2%	9,2%
Salud	6,0%	7,5%	7,0%	-0,3%	-16,1%
Energía	5,5%	13,0%	-8,6%	-6,4%	9,6%
Cons. Def	3,9%	14,1%	-5,7%	-9,0%	-7,3%
Materiales	-3,6%	7,9%	-3,6%	-15,2%	16,7%

Fuente: Bloomberg y Banca March

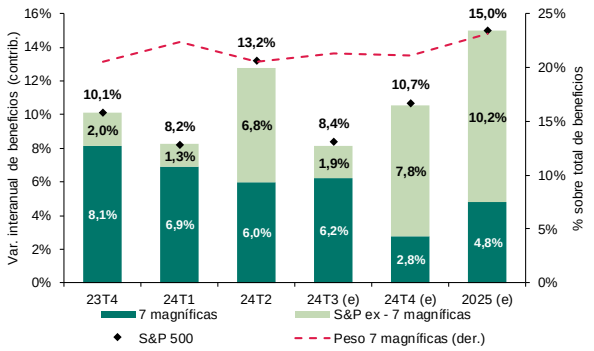
Las bolsas avanzan con paso firme en el acumulado anual, lideradas por EE.UU. y China. La renta variable sigue así respaldada por un ciclo económico resiliente, unos resultados empresariales crecientes y la agresiva toma de posiciones largas que se ha producido en el mercado de futuros del S&P 500 (unos 300.000 millones nominales).

Los avances no ocultan sin embargo la excesiva concentración actual, en donde 10 compañías del S&P 500 suponen un 37% del índice -un 10% más que en el pico del año 2000- y una capitalización bursátil conjunta de 18,7 billones de dólares, 1 billón más que todo el mercado europeo junto. A nivel sectorial, los avances son generalizados aunque sobresale la tecnología (+30,7%), seguido de telecomunicaciones (+28,6%), financieros (+23,5%) e industriales (+16,8%).

Positiva temporada de resultados 3T24; expectativas de crecimiento más repartido a futuro.

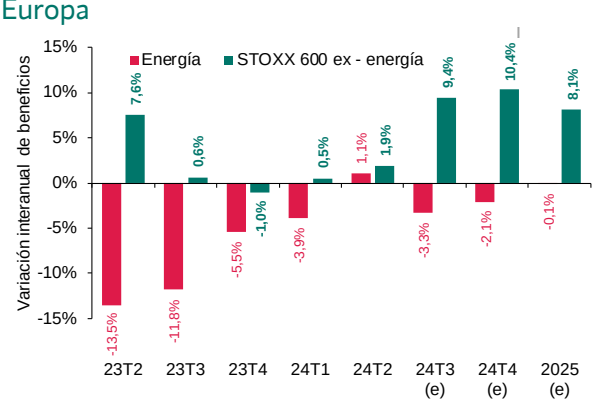
En Estados Unidos la temporada de resultados es positiva y transcurre conforme a lo esperado. Ha publicado ya el 90% de las compañías integrantes del S&P, con un crecimiento en beneficio e ingresos del +8,6% y +5,3%, respectivamente. El resultado, que incluye una ratio de sorpresas positivas del 76% en BPA, es especialmente favorable en sectores como servicios de comunicaciones (+25,5%), tecnología (+17%), utilities (+15,6%) y salud (+14,6%). Destacamos asimismo la elevada contribución trimestral de las 7 magníficas, del orden del 74%. Misma tendencia para el Stoxx 600 europeo, en donde tal y como esperábamos las revisiones previas al inicio de la temporada resultaban ser demasiado negativas. Así, ha publicado hasta la fecha más del 70% del Stoxx 600, con un crecimiento cercano a doble dígito en BPA si excluimos al sector energético.

34. S&P 500: contribución a la variación de beneficios



Fuente: Refinitiv y Banca March.

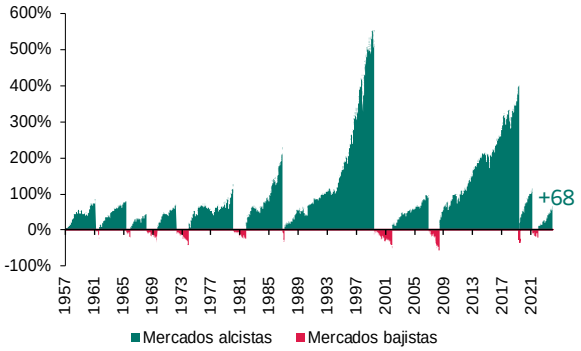
35. La energía continúa siendo un lastre en Europa



De cara al 2025, mantenemos nuestra visión de un mercado más repartido con una mayor participación del resto del índice. En concreto se prevé un crecimiento de beneficios cercano al +15,0%, en el que el S&P 493 –S&P 500 excluyendo a las siete magníficas– explicará en torno a dos tercios de esta variación, muy por encima del promedio del 40% esperado para este año. Conforme a este escenario, nos inclinamos por incrementar el riesgo en compañías que se han quedado rezagadas.

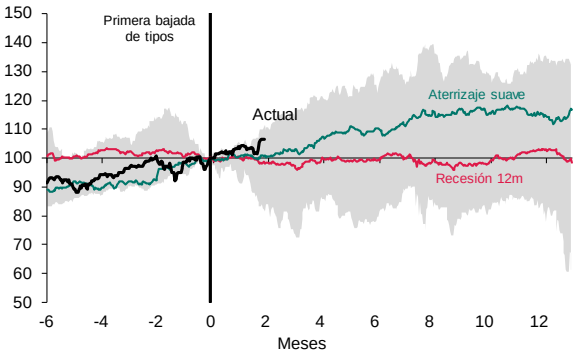
El ciclo alcista cumple su segundo aniversario celebrando el aterrizaje suave de la economía.

36. S&P 500: mercados alcistas y bajistas



Fuente: Bloomberg y Banca March.

37. S&P 500 tras la primera bajada de tipos(*)



(*) Cíclos: 1972, 1976, 1980, 1983, 1988, 1994, 1999, 2004, 2015
Fuente: Bloomberg y Banca March.

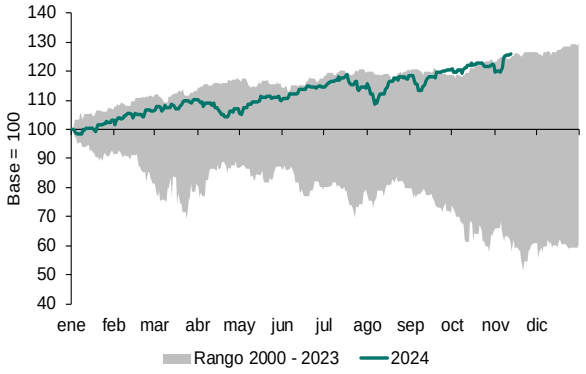
El aterrizaje suave se asienta dentro de los mercados y la renta variable pone en precio el mejor de los escenarios: unos costes financieros a la baja y un crecimiento que se modera, pero sostenido. Históricamente, los aterrizajes suaves de la economía son escasos. Entre los diez episodios de rebajas

de tipos de los últimos 50 años solo ocurrieron en 1984 y 1995 , pero cuando se dan, suelen ser ideales para el buen desempeño de la renta variable, con un retorno promedio del +20%.

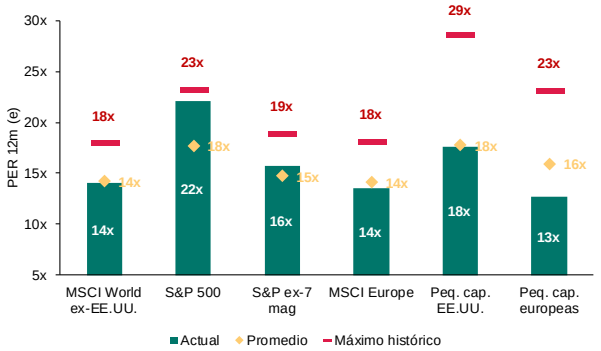
Por otro lado, acabamos de cumplir el segundo aniversario del actual mercado alcista: desde el mínimo del 12 de octubre de 2022, la bolsa americana ha subido un 68%. Poniendo esto en perspectiva, este ciclo es aún joven en términos de retorno acumulado y duración (25 meses). El mercado alcista promedio ofrece 183% de rentabilidad acumulada en su máximo y se prolonga una media de 64 meses. Por ello, en un sentido estructural, creemos que la renta variable continúa presentado potencial alcista a medio plazo.

Asistimos al comportamiento más exuberante del siglo del S&P 500, una situación que nos hace permanecer con cautela y ser comprador en caídas

38. Trayectoria anual del S&P 500 en este siglo



39. Valoraciones razonables si eliminamos el efecto 7 magníficas



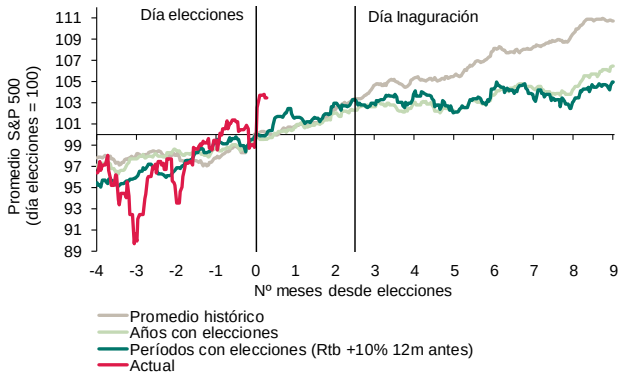
Fuente: Bloomberg y Banca March.

El rally con el que la bolsa norteamericana ha recibido a Trump ha convertido a 2024 en el mejor año de la bolsa en lo que llevamos de siglo, en un entorno de inusual ausencia de volatilidad. Por otra parte, el inicio del tercer año en los mercados alcistas suele ser una fase de consolidación, en los que se asientan los retornos de los dos años previos. Esto, sumado a unas valoraciones elevadas -el S&P 500 cotiza a 22x beneficios-, debido a la contribución de las compañías más grandes y de ciertos segmentos del mercado, como el de los semiconductores, sugiere actuar con mesura frente al *FOMO* –miedo a perderse la subida–.

Consideramos que, en el futuro, surgirán episodios de incertidumbre debido a un clima político más volátil con el regreso de Trump. Por el momento, en nuestra opinión, la inversión debe centrarse en el mercado americano, en ganar ciclicidad y exposición a compañías domésticas, más que en aumentar los niveles de inversión.

El periodo post-electoral suele ser un momento menos brillante para la bolsa que los meses que las preceden..

40. La bolsa lo suele hacer mejor antes de las



(*) 1936-2020, se excluye 2008 para evitar distorsiones

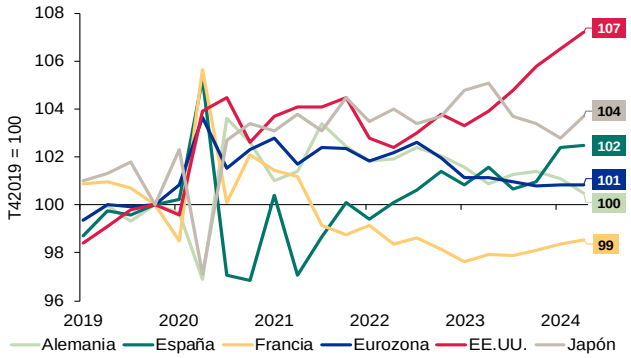
Otro punto de atención en el corto plazo es la reacción de las bolsas tras el ciclo electoral y el rally navideño. Aunque el patrón estacional suele ser favorable hacia el final del ejercicio, en los años electorales la bolsa tiende a tener un comportamiento más moderado en comparación con otros ejercicios, especialmente cuando ya se ha acumulado un retorno superior al 10% antes de las elecciones –como sucede en este ciclo–.

En este sentido, ya indicábamos que el mejor momento para las bolsas en año electoral suele situarse antes de los comicios, para luego dejar paso a un periodo menos fuerte, frenando el habitual entusiamo de navidad en años sin elecciones.

Mantenemos la preferencia por Estados Unidos debido a su elevada productividad y menor sensibilidad de sus exportaciones en un entorno de mayor beligerancia comercial.

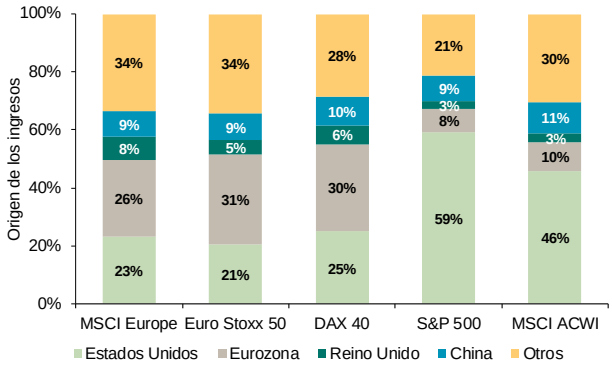
Por el lado del crecimiento, mientras que varias economías desarrolladas continúan sin despegar, Estados Unidos se dirige a un aterrizaje suave de la economía con un crecimiento estimado del PIB para 2024 en torno al +2,5%. Este buen comportamiento relativo de la economía norteamericana viene explicado, en parte, por las ganancias en productividad durante los últimos años.

41. Productividad(*) por regiones



(*) Productividad por hora trabajada
Fuente: Bloomberg, OE y Banca March.

42. Exposición geográfica de las ventas

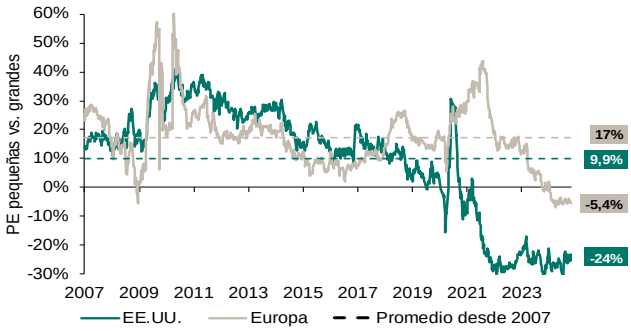


Fuente: Morningstar y Banca March.

Más aún, teniendo en cuenta un posible incremento de las tensiones en el comercio global tras la victoria de Trump, el S&P 500 se verá favorecido en términos relativos gracias a su menor dependencia del exterior en términos de ingresos. Concretamente, casi un 60% de las ventas del selectivo se originan dentro del mismo país, muy por encima del 23% correspondiente al MSCI Europe o el 25% del DAX 40 en Alemania.

Trump favorecerá a las empresas con sesgo doméstico, como las empresas de menor capitalización estadounidenses, en las que ahora vemos más potencial que en las europeas.

43. Valoraciones pequeñas vs. grandes(*)



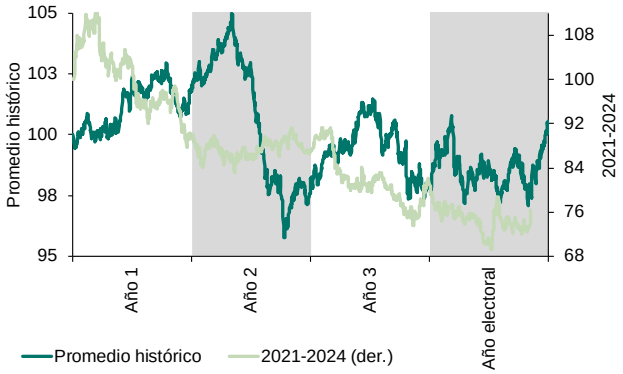
(*)EE.UU.: S&P 600 vs. S&P 500. Europa: Stoxx 200 small vs. Stoxx 200 large – En ambos la medida de valoración es el PER 12 m (e)
Fuente: Refinitv, Bloomberg y Banca March.

El resultado electoral ha dejado un claro ganador, las empresas de pequeña capitalización americanas que han registrado una impresionante revalorización del +7% tras los comicios.

Promesas de la campaña republicana como la reducción de impuestos, la desregulación –especialmente en favor para los bancos regionales– y un incremento de los aranceles hacen que estas compañías se vean favorecidas del giro proteccionista en Estados Unidos.

Asimismo, el nivel de valoración actual en las pequeñas compañías americanas nos parece muy atractivo, ya que presentan un descuento que alcanza el 24% frente a las grandes, cuando históricamente suelen cotizar con prima. Este entorno, sumado al impulso habitual de las pequeñas capitalizaciones durante años electorales y el primer año de mandato presidencial, crea un panorama favorable para este segmento. Además, anticipamos que un aumento en la actividad de fusiones y adquisiciones actuará como catalizador para cerrar progresivamente este diferencial.

44. Evolución pequeñas vs. grandes(*) en EE.UU. años de mandato presidencial



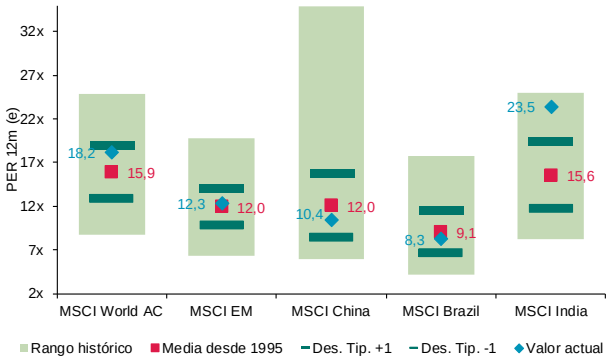
(*) Pequeñas: Russell 2000. Grandes: S&P 500
Fuente: Bloomberg y Banca March.

En consecuencia, abandonamos nuestra preferencia por las pequeñas empresas europeas, que han mostrado un desempeño algo superior al de las grandes en las semanas posteriores a las elecciones (+0,3% vs. -1,6% del MSCI Europe). Optamos, en su lugar, por incrementar la exposición a las compañías de pequeña capitalización en Estados Unidos, que ofrecen un mayor potencial en el actual contexto de mercado.

China: las valoraciones continúan siendo atractivas, incluso tras el reciente *rally*.

A pesar de que las intenciones del Gobierno para impulsar la economía son positivas, consideramos que resultan insuficientes y que se necesita una mayor concreción desde el plano fiscal. No obstante, la economía comienza a mostrar sus primeros brotes verdes tras las medidas iniciales de septiembre: por primera vez desde mediados de junio, el índice de sorpresas económicas, que mide la dimensión en la que las publicaciones económicas superan las previsiones del mercado, ha pasado al terreno positivo.

45. Valoración por regiones



Fuente: Refinitiv y Banca March.

Asimismo, por el lado de las valoraciones, la región aún permanece rezagada tanto frente a sus pares emergentes como frente a su promedio histórico. Concretamente, la infravaloración de la bolsa china en términos históricos ronda el 15% a pesar de la reciente subida.

Pensamos que la región aún presenta potencial, por más que la victoria de Trump podría suponer un viento en contra el próximo año. Es importante considerar que la imposición de aranceles adicionales por parte de Estados Unidos se demorará varios meses. A modo de ejemplo, en 2017, fueron necesarios 11 meses desde que Trump inició la investigación a China por incumplir las reglas relacionadas con la propiedad intelectual hasta que se comenzaron a aplicar las primeras sanciones.

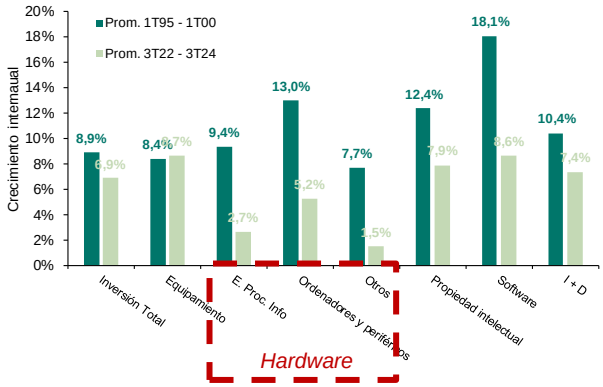
En caso de producirse un conflicto similar durante este segundo mandato de Trump, es probable que el Gobierno chino cuente con algunos meses de margen para continuar desplegando medidas de estímulo y lograr que las bolsas despeguen.

Mantenemos nuestro sesgo defensivo en la tecnología, conservando la preferencia por el software debido a un crecimiento más repartido y una menor exposición a China

Los retornos dentro de la tecnología han vuelto a destacar tras las elecciones americanas, siendo el segundo mejor tras los comicios (+4,2%) y contribuyendo con más de un tercio al retorno del 21% de la bolsa global. En el corto plazo, los resultados de las compañías de semiconductores, sin ser malos, no han brillado especialmente, con ejemplos como AMD, cuyas cifras no consiguieron superar el consenso, lo que ha provocado que en el último mes el software (+7,5% vs. +4,6% del agregado) haya liderado los avances frente a los semiconductores y el hardware.

Sin embargo, aún falta que NVIDIA, la compañía más influyente del sector, publiqué sus resultados, previstos para el 20 de noviembre. Cabe recordar que en la anterior presentación, el anuncio de cierto retraso en la comercialización en el nuevo chip *Blackwell* provocó un retroceso de hasta -20% en la cotización de la empresa, lo que arrastró a todo el sector de semis (-16%). Un episodio que fue temporal, ya que dos meses después la compañía y la industria volvía recuperar nuevos máximos.

46. Crecimiento internaual promedio de la FBC real por categoria



Fuente: Bloomberg, BEA, OCDE y Banca March.

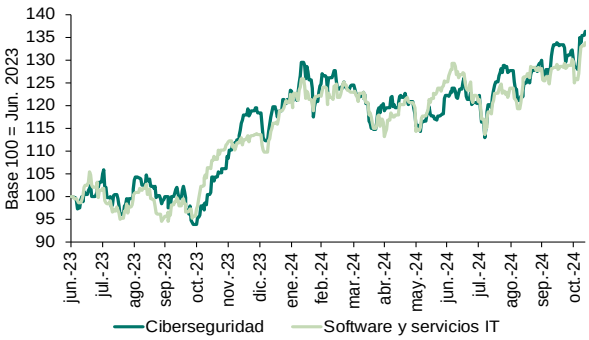
Eventos como el de agosto muestran que el sector de semiconductores es muy sensible a la inversión en IA y presenta unas valoraciones exigentes que no permiten ningún traspie en el crecimiento. Aunque las "cuatro magníficas" están destinando cifras astronómicas a generar nueva capacidad computacional, la inversión en equipamiento de procesamiento de información ha crecido apenas un +2,7% en promedio desde el lanzamiento de ChatGPT hace dos años, un ritmo modesto en comparación con el +9,4% del ciclo de inversión tecnológica de 1995-2000, cuando el hardware tuvo una participación más destacada.

Esto sugiere que, fuera del nicho de la IA, el sector de semiconductores sigue atravesando un "valle" de inversión. Por esta razón, mantenemos nuestra preferencia por el software, donde el crecimiento es más distribuido y, en conjunto, supera al del sector de hardware.

Asimismo, la llegada de Trump a la presidencia nos da más motivos para favorecer el software frente a otros segmentos ante su menor exposición geográfica a China. Las cuatro compañías de software con mayor capitalización a nivel global tienen una exposición en ventas al gigante asiatico del 3%. En contraste, las empresas dentro del mismo rango de los semiconductores presentan una exposición del 21% y en el hardware del 17%. Así, la renovada beligerancia comercial afectará más al lado físico de la tecnología que al lado de la propiedad intelectual.

Finalmente, una industria que se ha visto impulsada por la llegada de los republicanos ha sido la defensa y dentro de ella, destacan los avances en las compañías de ciberseguridad, que suma un +6,3% desde los comicios. Consideramos que la mayor volatilidad política dentro del nuevo mandato presidencial hará necesaria una mayor inversión gubernamental este aspecto, algo que ya están reconociendo las cotizaciones.

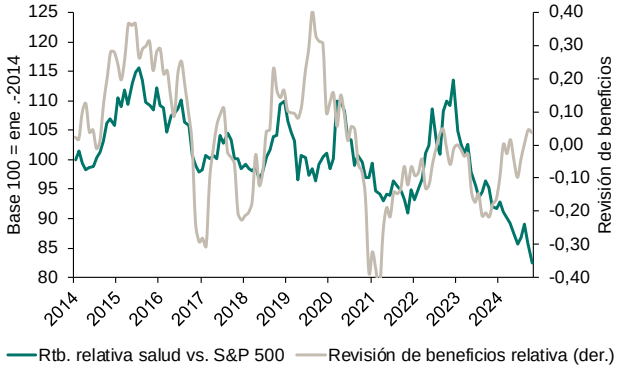
47. Retorno del software vs. ciberseguridad



Fuente: Solactive, Bloomberg y Banca March.

Mantenemos posiciones en el sector salud, sector defensivo en el que las cotizaciones todavía no reflejan la revisión al alza de los beneficios.

48. Sector salud: evolución bursátil vs revisión de beneficios



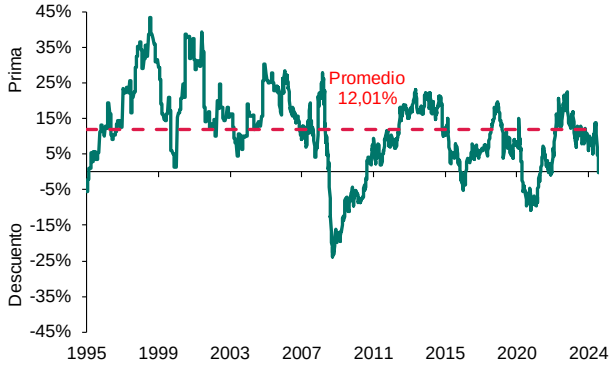
Fuente: Refinitiv, Bloomberg y Banca March.

Las compañías de cuidados de la salud presentan a estas alturas del año una evolución positiva (+6,4%), pero rezagada frente a la mayoría de sectores y muy por detrás de la tecnología (+30%) o el sector financiero (+23%). De fondo subyace una combinación de presiones políticas y regulatorias, principalmente en Estados Unidos que supone el 70% del índice MSCI sectorial, lo que ha incidido de forma negativa en la evolución histórica de sus márgenes.

Con todo, seguimos positivos en el sector, que combina cualidades defensivas con un alto potencial de crecimiento (+12% BPA 25e), el mayor entre los sectores no cíclicos. A favor del mismo destacamos, entre otros aspectos, un alto nivel de innovación, ejemplificada por nuevos productos como medicamentos contra la obesidad, o en otras áreas clave como el cáncer, demencia y terapias génicas. La inteligencia artificial también promete incrementar la productividad del sector, reduciendo tasas de fallos en ensayos clínicos y mejorando el diagnóstico.

Además, el envejecimiento de la población asegurará un crecimiento continuo del gasto en salud y prevemos un mayor acceso a la financiación de farmacéuticas de menor tamaño, en un entorno de tipos decreciente que favorecerá la actividad corporativa. En términos de valoración, el sector se sitúa en los niveles más atractivos en casi tres años, cotizando a los mismos múltiplos que el mercado cuando habitualmente lo hace con prima.

49. Valoración relativa MSCI World vs. Salud (PER 12m (e))



Fuente: Refinitiv y Banca March.

DIVISAS

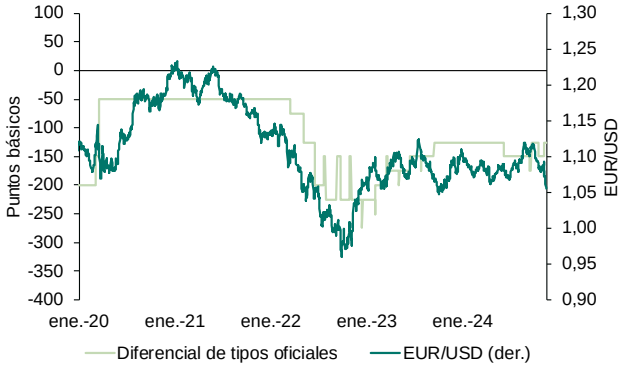
La victoria de Trump da apoyo al dólar, que cotiza en máximos del último año.

La contundente victoria de Donald Trump en las presidenciales de EE.UU. ha devuelto el brillo al billete verde, superando ahora los niveles vistos en junio hasta alcanzar los 1,054 EUR/USD, +4% en el año. De fondo, las políticas anunciadas por Trump, incluyendo potenciales recortes de impuestos y nuevos aranceles, que traerían consigo una mayor inflación y cuestionan una respuesta más precavida por parte de la Fed en el actual ciclo de recorte de tipos. Por el momento, el organismo presidido por Powell mantuvo su hoja de ruta en noviembre y rebajó -25 p.b. el tipo oficial, hasta el 4,50%-4,75%.

Pese al incremento reciente de posiciones, las fuerzas contrapuestas en torno al dólar se mantienen.

El diferencial de crecimiento favorable a EE.UU. se mantiene e incluso podría ampliarse tras la victoria de Trump. La economía estadounidense ha seguido mostrando una notable fortaleza (+2,8% trimestral anualizado 3T24), apoyada en un mercado laboral sólido y en la resiliciencia del consumo privado. En contraste, la eurozona mantiene en conjunto un crecimiento menos dinámico, soportado por las economías sureñas de servicios y lastrada por la crisis industrial alemana. Pese a la expectativa de recuperación parcial en 2025, hasta el +1,2%, la zona euro crecerá la mitad que EE.UU.

50. Diferencial de tipos Fed/BCE vs EUR/USD



Fuente: Bloomberg y Banca March.

En el terreno de la política monetaria, y producto de la menor resiliencia económica de la eurozona y la contundente victoria de Trump, el euro corre el riesgo de sufrir más caídas a medida que nuevas amenazas al crecimiento económico de la región aumentan el potencial de un gran recorte de tipos del BCE en diciembre. Esto acrecentaría el ya de por sí atractivo diferencial de tipos favorable al dólar.

Otros factores de apoyo al billete verde incluyen una sólida demanda global de dicha divisa por parte de los bancos centrales. mientras mantiene su rol histórico y único en el desarrollo del comercio internacional. EE.UU. presenta además unos tipos reales superiores a los de otras grandes economías.

En contraste, se incrementa el potencial riesgo de empeoramiento de las cuentas públicas de Estados Unidos tras la victoria de Trump. Así, la previsión recortes impositivos e incrementos arancelarios elevarían el déficit por encima del 7% del PIB con el que se espera cierre el año actual, a mucha distancia del 3% estimado para la eurozona. Este incremento del desequilibrio fiscal y la continuada sobrevaloración del dólar en términos de paridad de poder adquisitivo (PPA) limitan la capacidad de apreciación de la divisa estadounidense a largo plazo.

El dólar seguirá manteniendo el liderazgo, aunque su potencial de revalorización disminuye desde niveles actuales. No implementar coberturas hasta niveles al menos de 1,05 EUR/USD.

La confirmación de que la economía americana sigue en marcha y un diferencial de tipos favorable han llevado a un fortalecimiento del dólar vs euro. A pesar del rally, y con los factores mixtos señalados, creemos que el movimiento de apreciación aún tiene algo más de recorrido por lo que no implementaríamos las coberturas hasta alcanzar al menos la cota de los 1,05 EUR/USD.

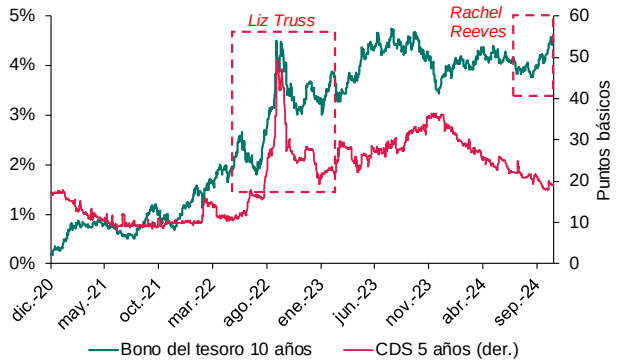
La libra esterlina cotiza en máximos de dos años y medio frente al euro ante un posible aplazamiento en el ritmo de recortes de tipos por parte del Banco de Inglaterra.

A punto de cerrar 2024, la libra esterlina ha seguido ganando terreno frente al euro hasta cotizar ahora en 0,828 EUR/GBP, +4,7% en lo que va de año y en máximos de dos años y medio.

El diferencial de tipos entre ambas regiones y las previsiones en próximos trimestres siguen marcando la pauta. En la eurozona, el BCE encadena dos recortes de tipos por primera vez desde la crisis del euro, hasta el 3,25% ante el alivio de la inflación y en medio de temores crecientes al estancamiento económico. Además es probable un nuevo recorte en diciembre. El Banco de Inglaterra (BdI), en contraste, recortó tipos en noviembre hasta el 4,75% pero adelantó que una nueva rebaja es improbable al menos hasta comienzos del año 2025. De fondo subyace el anuncio de un agresivo presupuesto del nuevo Gobierno laborista.

El Gobierno laborista anuncia una histórica subida de impuestos, a priori necesaria para equilibrar las cuentas públicas. El mercado y el BdI temen un repunte de la inflación.

51. Reeves: menor riesgo de crédito, aunque inflación más alta



Fuente: Bloomberg y Banca March.

La ministra de Economía del país, Rachel Reeves, anunció un incremento de impuestos para recaudar 40.000 millones de libras –aprox. 48.000 millones de euros–, básicamente soportado por las empresas en la mayor subida impositiva desde la posguerra. Sobresale el aumento hasta el 15%, desde el 13,8%, en la contribución a la Seguridad Social por las empresas, con la que se espera recaudar 25.000 millones de libras/año. El presupuesto, aunque agresivo parece necesario, buscando devolver las finanzas a una senda sostenible tras la erosión de los ingresos fiscales por el bajo crecimiento y las presiones al alza sobre el gasto público. De momento, el efecto más inmediato lo vemos en la rentabilidad del bono a 10 años, en máximos del último año que pone de manifiesto el temor del mercado a un repunte de la inflación en el país.

Tras cerrar coberturas en torno a 0,86 EUR/GBP, y la llegada de un Gobierno más cercano a la U.E., nuestra visión es ahora algo más constructiva.

En resumen, se apuesta por menores recortes de tipos en 2025, lo que debería respaldar a la libra, pero una mayor carga fiscal genera preocupación sobre la inflación del país, que a la larga podrían pesar sobre la divisa.

Tras haber cerrado coberturas en niveles cercanos al 0,86 EUR/GBP a principios de agosto, ahora desharíamos este movimiento en niveles por debajo del 0,82 EUR/GBP. Nuestra visión con la libra es ahora algo más constructiva, ante la llegada de un nuevo gobierno más cercano a Europa y un BdI algo más prudente en las bajadas de tipos que el BCE. Esperamos no obstante un comportamiento lateral, para el rango 0,82-0,86 EUR/GBP, en los próximos trimestres.

Equipo de Estrategia de Mercados de Banca March:
Joan Bonet Majó
Pedro Sastre
Paulo Gonçalves, CAIA
Luis Coello, CFA
Juan Manuel Tealdi
Cristina Reyes Latorre

NOTA IMPORTANTE:

El contenido del presente documento tiene una finalidad meramente ilustrativa y no pretende ser, no es y no puede considerarse en ningún momento una recomendación de inversión o de contratación de productos financieros. Únicamente se ha elaborado para facilitar la decisión independiente e individual de cada inversor y no pretende reemplazar al asesoramiento necesario para contratar este tipo de productos. Los términos y condiciones expuestos en el presente documento constituyen únicamente unos términos preliminares, sometidos a discusión y negociación, y están condicionados al acuerdo y redacción final de los términos de la transacción, contenidos, en su caso, en el contrato o confirmación que a tal efecto se formalice. En consecuencia, Banca March S.A. no quedará vinculada por el presente documento hasta que se decida realizar una operación y acordar sus términos y condiciones sobre la base de los documentos que finalmente sean aprobados junto con el inversor interesado. Banca March S.A. no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en relación con la información contenida en el presente documento. Todos los términos, condiciones y precios contenidos en este documento son meramente indicativos y están sujetos a variaciones por circunstancias del mercado, modificaciones legislativas, jurisprudenciales, de doctrina administrativa o cualquier otro motivo, que puedan producirse. El inversor interesado debe ser consciente de que los productos a los que este documento se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o patrimonial o su perfil de riesgo. Por consiguiente, deberá adoptar sus propias decisiones teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento especializado en materia fiscal, legal, financiera, regulatoria, contable o de cualquier otro tipo que, en su caso, precise. Banca March S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier coste o pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. Ninguna parte de este documento puede ser copiada, fotocopiada o duplicada en modo alguno, forma o medio, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banca March S.A.