HOUSE VIEW

2025: EL AÑO DE LA MAGDALENA DE PROUST

BancaMarch

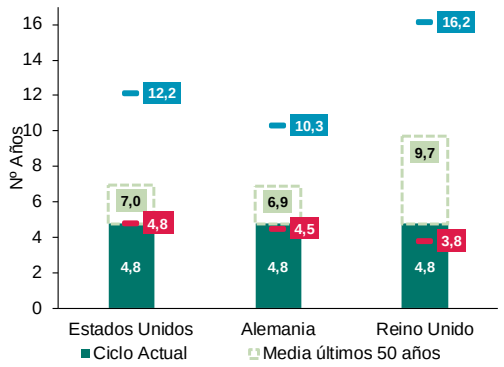
2025: el año de la Magdalena de Proust

Encaramos un ejercicio con el mundo revuelto y cargado de incertidumbres, pero en cierto modo también con la sensación de habernos enfrentado con anterioridad a algunas incertezas que no son tan diferentes. Ante esta suerte de *flash* proustiano contamos con el privilegio de la memoria y la prerrogativa del tiempo, que nos permiten mirar al pasado para extraer información del futuro.

Seguramente recordarán el detalle con el que Marcel Proust describía el sinfín de sensaciones que le surgían al narrador de *Por el camino de Swann* cuando se disponía a engullir una magdalena recién bañada en té. Se desencadenaban un montón de recuerdos que trasladaban su mente al pasado.

Ni estamos ante el primer mandato de Trump, ni es la primera vez que este presidente desata una inmensidad de espíritus animales –ese optimismo espontáneo que Keynes decía que tanto influye en los negocios y en la inversión–, ni es la primera vez que el autoritarismo impera en la Casa Blanca. Tampoco son novedosas las resistencias globales a rebajar los engrosados déficits públicos, las dudas sobre la longevidad del ciclo económico, la incapacidad política europea para afrontar un giro verdadero, la crisis inmobiliaria china o la hegemonía de las diez mayores compañías norteamericanas que suponen un 27% de la capitalización mundial.

Duración promedio ciclos económicos



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Sin duda alguna, la reminiscencia del pasado más importante a considerar es que, por encima de todo, han transcurrido ya más de 18 meses desde que los tipos de interés norteamericanos alcanzaran su máximo nivel en un cuarto de siglo, y el ciclo resiste gracias a la fortaleza del empleo y la resiliencia del consumo. Un periodo lo suficientemente largo como para confirmar nuestra tesis de que las subidas de tipos de interés no acaban siempre con los ciclos económicos –históricamente ha existido un decalaje medio de 10 meses entre el punto de máxima restricción monetaria y las recesiones–.

Por el momento no solo no hay atisbos de recesión y la economía estira el ciclo que comenzaba tras la covid-19, hace casi 5 años, y que todavía es 2 años más joven que el promedio.

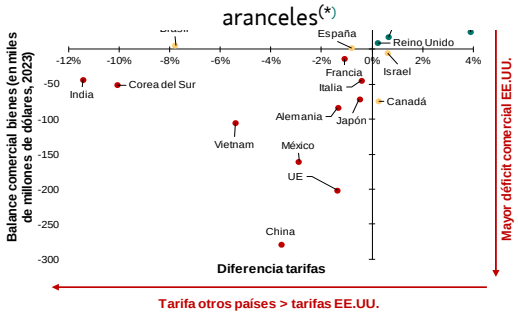
La otra magdalena que comenzamos a "saborear" es el Trump 2.0. Tras unos días de extravagantes declaraciones y órdenes ejecutivas conviene recordar que, en su primer mandato, no cumplió con muchas de sus promesas. Su política ciertamente estuvo marcada por los acosos arancelarios, así como por el mayor proceso de desregulación desde Reagan, la reducción de un -11% de la inmigración ilegal y los recortes de impuestos.

Pero ahora, a pesar de su ímpetu, hereda una economía que ofrece un margen de maniobra bastante más reducido que entonces: un déficit público del 7% frente al 2,9% del primer mandato y una deuda pública sobre PIB que ronda el 123% frente al 105% en 2016. No se debe olvidar que sus recortes de impuestos, muy favorables para las bolsas, no fueron acompañados por una reducción del gasto público. Buen ejemplo de ello es que, a lo largo de su primer mandato, incrementó el empleo público en un +3,4%. Por ello, nos mantenemos expectantes a la irrupción de Elon Musk al mando del Departamento de Eficiencia Gubernamental. Aunque

se han generado muchas expectativas, la magia no existe y la capacidad real de actuación sobre el gasto público sin la aprobación de un 60% del Senado se limita al 2,4% del PIB.

EE.UU. tiene margen para subir aranceles

Balanza comercial con EE.UU. vs. diferencia de aranceles(*)



(*) Para el cálculo de las tarifas de EE.UU. a la UE se utiliza como proxy el promedio simple de las tarifas que EE.UU. impone Alemania, Francia, Italia y España.
Fuente: Banco Mundial (WITS), BEA y Banca March.

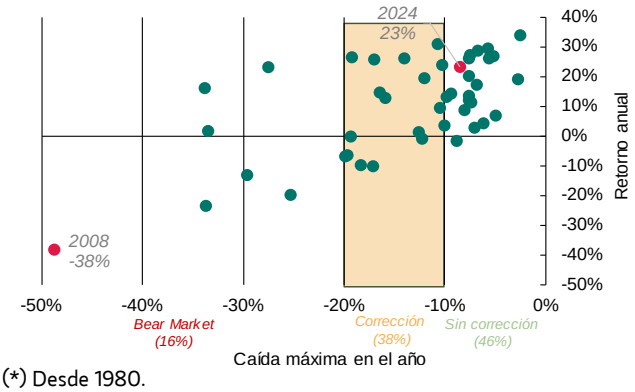
El otro punto fundamental, tras el anuncio de este fin de semana de nuevos aranceles sobre México, Canadá y China, es hasta qué punto nos enfrentamos a una guerra comercial generalizada o si las tarifas son una herramienta de negociación y habrá vuelta atrás –al menos parcial–. No se debe olvidar que, en 2018, tras meses de duras presiones se renegoció el NAFTA –Tratado Libre Comercio de América del Norte– entre México, EE.UU. y Canadá.

Nos inclinamos a pensar que, al final, los aranceles serán más comedidos que lo anunciado en campaña –que supondría las mayores tarifas vistas en un siglo–, y lejos de imponerse a nivel general, se dirigirán a países y sectores específicos, por más que respecto a algunos países no le falte razón. En el gráfico superior se aprecia cómo los países que se sitúan debajo a la izquierda no solo mantienen un superávit comercial con EE.UU., sino que le tarifican unos aranceles promedio superiores a los que Estados Unidos les impone. Por ejemplo, la UE carga un arancel medio a los productos norteamericanos del 5% mientras que el de EE.UU. a la UE es del 3,5% –existe un déficit en contra de EE.UU. del 1,5%–.

En cualquier caso, esta situación nos aboca a unos meses de complicadas relaciones diplomáticas y extremadas posturas en las negociaciones comerciales, combinadas con drásticos giros para culminar acuerdos. Sin duda periodos en los que la renta variable experimentará una mayor volatilidad que, en 2024, y que desde nuestro punto de vista deberán ser aprovechados para seguir incrementando exposición al riesgo. Como muestra el gráfico de la derecha, la práctica totalidad de las correcciones inferiores al -10% que históricamente ha experimentado el S&P 500 se recuperan en el mismo año. También el 70% de las retrocesiones que van incluso más allá, pero se mantienen dentro del ciclo alcista y no llegan a suponer una caída de más del -20%. Solamente en 5 de los 17 años en los que hubo una corrección entre el -10 y el -20% el ejercicio terminó en negativo.

Correcciones: habituales y generalmente son una oportunidad

S&P 500: correcciones y retornos anuales(*)



(*) Desde 1980.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Las reminiscencias del pasado nos ayudan a concluir que por más que impere el *Make America Great Again* hay que permanecer constructivos con los activos de riesgo que, al final, la sangre no llegará al rio y que a esta séptima vida del ciclo le queda subsistencia para rato.

Joan Bonet Majó

Director de Estrategia de Mercados y Asesoramiento

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.