

# OUTLOOK & CONVICTIONS

BANCA PRIVADA

#12



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

# contenido

<b>Editorial</b> <b>por Nicolas Bickel, CFA</b>	<b>4</b>
<b>Previsiones macroeconómicas</b> <b>por Dr. Mathilde Lemoine</b> 2025: inversión frente a aumento de aranceles	<b>6</b>
<b>Macroeconomía y materias primas</b> <b>por Manuel Maleki, Ph. D</b> El crecimiento sigue siendo sólido en estados unidos, pero los precios de las materias primas dependen más de las políticas estadounidense y china	<b>8</b>
<b>Renta variable estadounidense</b> <b>por Hervé Prettre</b> La excepcionalidad estadounidense reforzada por la victoria de trump	<b>12</b>
<b>Artículo especial</b> <b>por Darius Bakhtari et Clément Outin</b> Sectores bajo presión en 2024, la selectividad sigue imponiéndose en 2025	<b>16</b>
<b>Renta variable europea</b> <b>por Hervé Prettre et Anthony Toupin</b> Los mercados europeos de renta variable siguen bajo presión, pero existen oportunidades	<b>19</b>
<b>Renta variable china</b> <b>por Xiadong Bao</b> China es asunto de todos	<b>24</b>
<b>Renta fija</b> <b>por Guilhem Savry</b> La excepcionalidad estadounidense: ¿cuál es el impacto en los mercados de renta fija?	<b>27</b>
<b>Bonos de alto rendimiento</b> <b>por Alexis Foret</b> ¿Es el entorno de mercado actual favorable para el segmento de bonos high-yield?	<b>31</b>
<b>Megatendencia: seguridad</b> <b>por Aymeric Gastaldi</b> Una necesidad soberana de resiliencia	<b>34</b>
<b>Divisas</b> <b>por Jean-Marc Guillot</b> ¿Y si por fin volviera la inflación?	<b>36</b>

## Impresión

Director de la publicación: Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking  
Redactor jefe: Hervé Prettre, Head of Global Investment Research  
Coordinadora de publicación: Ariane Girouard  
Diseñado y producido por Edmond de Rothschild  
Imágenes: Edmond de Rothschild, Unsplash, AdobeStock  
Informe finalizado el 15 de diciembre

# editorial



**Nicolas Bickel, CFA**  
Group Head of Investment Private Banking

En muchos sentidos, 2024 fue un año excepcional para los mercados financieros. Pocas clases de activos registraron rentabilidades negativas. El S&P 500 batió más de 59 récords de valoración este año, algo que solo ha ocurrido cuatro veces desde 1928, y está a punto de ofrecer un segundo año consecutivo de rentabilidades superiores al 20% tras el +24% de 2023. Al mismo tiempo, los activos refugio también están en máximos. Es el caso del oro, que subió un 27% en 2024, beneficiándose en particular de la demanda de los países BRICS que buscan diversificar sus reservas de divisas y de los 146 recortes de tipos efectuados por los bancos centrales de todo el mundo, la tercera mayor cifra de la historia. En cuanto al petróleo, cotiza a niveles cercanos a los de una recesión mundial, lo que dista mucho de la realidad económica. A medida que el año se acerca a su fin, todos nos hacemos las mismas preguntas: ¿cómo serán los mercados financieros en 2025? ¿Existen aún suficientes catalizadores para repetir los resultados de 2024?

Hay lugar para la duda, ya que Europa lucha por revitalizar su economía. Se enfrenta a una serie de incertidumbres políticas que frenan a los inversores y lastran la confianza de los consumidores. Los países emergentes, con China a la cabeza, también esperan un repunte del consumo y la vuelta de los inversores a los mercados financieros. Estos últimos están preocupados por las incertidumbres vinculadas al posible impacto de futuras guerras comerciales bajo la nueva administración estadounidense. Esto explica que las valoraciones de las acciones se sitúen en general por debajo de sus medias históricas tanto en Europa como en China. Los mercados estadounidenses, por su parte, muestran unas valoraciones elevadas, incluso sin tener en cuenta a los 7 Magníficos, cuya contribución a la rentabilidad del índice insignia se ha normalizado en el último año. Esta situación no

es exclusiva de la renta variable estadounidense. De hecho, los bonos de todo tipo también se han visto afectados, con primas de riesgo cercanas a sus mínimos históricos. Aparte del hecho de que los tipos absolutos se han mantenido relativamente altos tras las revisiones de las perspectivas de recortes de tipos en Estados Unidos, esta configuración no sugiere a primera vista que los bonos sean tácticamente muy atractivos.

## En Estados Unidos, la victoria de Donald Trump y su promesa de aplicar políticas ultraliberales de mercado han impulsado las esperanzas de los inversores.

Algunos mercados están ciertamente caros, y es muy posible que sigan estándolo durante mucho tiempo. Varios factores sustentan actualmente las elevadas valoraciones tanto de la renta variable como de la renta fija estadounidenses, como la resistencia de la economía en un contexto de desinflación (aunque se ha ralentizado desde principios de año) y los aumentos de productividad previstos. La llegada de la inteligencia artificial y el paulatino desplazamiento de los beneficios de los productores a las empresas que utilizan estas soluciones está destilando sus promesas de aumento de la eficiencia y crecimiento de los márgenes.

En Estados Unidos, la victoria de Donald Trump y su promesa de aplicar políticas ultraliberales de mercado han impulsado las esperanzas de los inversores, y el empresario Elon Musk ha desempeñado asimismo un papel importante. A medida que el año 2024 llega a su fin, los inversores creen que el «sueño MAGA» (Make America Great Again, el lema de campaña de Trump) sigue vivo y coleando.

Para muchos, Elon Musk es el epitome de la innovación y la eficiencia estadounidenses. Es el hombre que, en una década, ha aportado grandes innovaciones al sector espacial (a una fracción del coste de sus competidores), pero también el que ha reducido la plantilla de Twitter en casi un 90% desde que se hizo cargo de la empresa a finales de 2022, al tiempo que aumentaba la eficiencia y mantenía la innovación. El deseo de aplicar estos métodos al Gobierno estadounidense, pero

también de fomentar esta búsqueda de la eficiencia dentro de la economía del país, con menos normas costosas para las empresas, es uno de los rayos de esperanza para los mercados financieros, que aceptan las valoraciones actuales.

El sueño de Trump y Musk es el de unos Estados Unidos más productivos y eficientes, con un Gobierno menos derrochador que compense los efectos de los recortes de impuestos en las finanzas públicas. Una mayor desregulación podría acelerar aún más la innovación, permitiendo así a Estados Unidos mantener el liderazgo tecnológico y económico que ha establecido su dominio de los mercados financieros mundiales desde la crisis financiera de 2008.

## Así pues, los mercados financieros se adentran en 2025 con muchas esperanzas, pero también con muchas expectativas.

En este sentido, los mercados creen que el segundo mandato de Trump podría parecerse al primero de Reagan, con el consiguiente aumento de la productividad. La productividad pasó del 0,85% anual con el presidente Carter al doble exacto con Reagan, es decir, un 1,7% interanual. Joe Biden deja tras de sí un fuerte aumento de la productividad (+2%), de ahí la necesidad de que Trump actúe con rapidez y decisión para confirmar las expectativas que los inversores en los mercados.

Actualmente, estos parecen estar creyendo en este cambio de paradigma y prestando menos atención a los riesgos potenciales de abuso de poder, conflictos de intereses y deterioro de los servicios públicos.

Así pues, los mercados financieros se adentran en 2025 con muchas esperanzas, pero también con muchas expectativas que, si tardan en hacerse realidad, podrían provocar una contracción de los elevados múltiplos a los que cotizan los mercados y una ampliación de los diferenciales de crédito, lo que a su vez provocaría una corrección de los mercados de renta variable o de renta fija.

Por tanto, la selectividad y la capacidad de reacción serán más importantes que nunca en 2025, sobre todo en los mercados europeos y emergentes, que podrían dar la sorpresa a medio plazo con la vuelta de los consumidores, la estabilidad política y las medidas de apoyo al crecimiento y la innovación. Creemos que 2025 será también un año para reforzar la temática de la seguridad. A ello contribuirán el auge del proteccionismo y las tensiones geopolíticas, en un contexto de ciberataques cada vez más frecuentes y la probable retirada del «policía americano» en todo el mundo. En este número, presentamos nuestras perspectivas económicas para las principales regiones del mundo y detallamos las implicaciones de este «excepcionalidad estadounidense» para los mercados de renta variable y renta fija. Analizamos la situación de los mercados financieros europeos y chino, y detallamos las oportunidades que ofrecen. Por último, examinamos el atractivo de los bonos high yield y las tendencias en los mercados de divisas. Espero que disfruten de la lectura de este nuevo número y les deseo unas felices fiestas y un próspero año 2025.



Ver el vídeo

## 2025: INVERSIÓN FRENTE A AUMENTO DE ARANCELES

- » Un aumento de los aranceles estadounidenses repercutiría negativamente en el crecimiento... pero las políticas fiscales internas de Estados Unidos y China son expansivas.
- » El impacto inflacionista de los aranceles podría verse limitado por la depreciación de las monedas frente al dólar.
- » La zona euro se enfrenta a múltiples desventajas mientras sufre su pérdida de competitividad debido a la crisis energética.
- » Un repunte inflacionista debido a una fuerte reducción de la inmigración a Estados Unidos generaría un movimiento desestabilizador de «huida hacia la calidad».

A pesar de las tensiones geopolíticas y de la reelección de Donald Trump, nuestra hipótesis macroeconómica sigue bien orientada. **Como habíamos anticipado, el crecimiento estadounidense es sólido, la actividad económica se ha mantenido en China pese a la persistente crisis inmobiliaria, y la zona euro se ha estancado.** Al final, el crecimiento mundial no se ha ralentizado, alcanzando en 2024 el mismo 2,7% que en 2023.

Las condiciones crediticias se han relajado gracias a unas políticas monetarias más acomodaticias. La ralentización de la inflación ha consolidado el poder adquisitivo de los hogares. En Estados Unidos, el dinamismo de la inversión ha apuntalado el crecimiento, que alcanzó casi el 3% en los tres primeros trimestres de 2024. En consonancia con nuestro análisis anterior, las políticas de inversión orientadas a la neutralidad de carbono, la soberanía y la reducción de la dependencia de China proporcionaron un fuerte apoyo a la actividad económica y limitaron el alcance de la desaceleración.

La victoria de Trump es, por supuesto, un factor que cambia las reglas del juego, pero se espera que refuerce la reconfiguración de la economía mundial actualmente en curso en respuesta a la guerra entre las dos grandes potencias mundiales. Esta reconfiguración se caracteriza por una estabilización de los flujos entre Estados Unidos y China; un fuerte aumento del comercio entre Estados Unidos y Asia, excluida China; un refuerzo de la regionalización asiática y del comercio entre México y Estados

Unidos; políticas económicas al servicio de la soberanía, incluida la transición energética; precios más altos de la energía para los europeos; y ganancias de cuota de mercado para las empresas chinas frente a las europeas.

**Por tanto, mi análisis estructural geoeconómico, que ha sustentado nuestras hipótesis macroeconómicas desde el primer mandato de Trump, sigue siendo fundamental para nuestras previsiones. Nos lleva a seguir esperando un crecimiento dinámico en Estados Unidos del 2,1% en 2025, un crecimiento chino del 4,7% y un crecimiento débil continuado en la zona euro del 0,6%. Las inversiones estadounidenses y chinas y la depreciación de las divisas frente al dólar podrían compensar parcialmente el impacto negativo del aumento de los derechos aduaneros.**

Un aumento de los aranceles a las importaciones estadounidenses repercutiría negativamente en el crecimiento mundial y, en particular, en el de Estados Unidos y China. Sin embargo, se desconoce la magnitud del aumento, ya que depende de las negociaciones que la Administración Trump entable con sus socios comerciales. Si suponemos un aumento del 10 % de los derechos aduaneros sobre las importaciones estadounidenses y del 60 % sobre las importaciones estadounidenses procedentes de China, el crecimiento mundial se recortaría 0,5 puntos porcentuales; el comercio mundial, 3,3 puntos porcentuales y el crecimiento estadounidense y chino, 1,3 puntos porcentuales

cada uno. El crecimiento de la zona euro se vería afectado en -0,6 puntos porcentuales.

Este ejercicio teórico, sin medidas de represalia, no tiene en cuenta las políticas económicas aplicadas. A cambio, la economía estadounidense se beneficiaría de la prórroga de la Tax Cuts and Jobs Act y de recortes de impuestos adicionales para apuntalar la inversión privada, a pesar de la incertidumbre geopolítica. La economía china también debería verse respaldada por medidas para impulsar el consumo y la inversión, así como por una política monetaria acomodaticia. Como viene ocurriendo desde 2018, el impacto negativo de los aranceles aduaneros podría verse parcialmente compensado por la depreciación del RMB y la reorganización de los flujos comerciales. La ASEAN se ha convertido en el mayor cliente de China, por delante de Estados Unidos y la Unión Europea.

**Mi análisis estructural geoeconómico nos lleva a seguir esperando un crecimiento dinámico en Estados Unidos del 2,1% en 2025, un crecimiento chino del 4,7% y un crecimiento débil continuado en la zona euro del 0,6%.**

En cuanto a Europa, no solo es especialmente vulnerable a la guerra arancelaria, sino que no ha puesto en marcha ningún amortiguador. En primer lugar, la Unión Europea representa el segundo mayor déficit comercial de Estados Unidos después de China. Es una «mini-China», según Trump. Además, el nuevo presidente estadounidense sabe lo fácil que es dividir a los europeos. Sin embargo, la emergencia de un proceso de cooperación depende de la credibilidad de las sanciones en caso de incumplimiento de las reglas del juego. Esta credibilidad será tanto más débil cuanto más defiendan los países europeos sus intereses nacionales. Por último, los europeos son especialmente sensibles al desarrollo de medidas coercitivas, sanciones y restricciones, ya que dependen en gran medida de las cadenas de valor mundiales. Las empresas europeas participan en las cadenas de valor mundiales el doble que las estadounidenses y chinas a través de las importaciones y el triple a través de las exportaciones de bienes intermedios. Estados Unidos está muy por delante de China como proveedor de productos necesarios para la red de producción europea.

Sin embargo, el sector exportador europeo se verá favorecido por la depreciación del euro, que probablemente será inflacionista. El dinamismo de la economía estadounidense generará una tasa de inflación ligeramente superior, aunque se verá contenida por una productividad ocho veces por encima de la de la zona euro. Existe el riesgo de que EE. UU. exporte su inflación a Europa, lo que pesaría sobre el consumo de los hogares europeos y el sector inmobiliario. Tal hipótesis llevaría al Banco Central Europeo a adoptar una política monetaria desconectada de la debilidad de los fundamentales europeos. Al mismo tiempo, la consolidación fiscal continuaría en la Eurozona, y las finanzas públicas de Francia impondrían una prima de riesgo negativa al conjunto del bloque, limitando con ello las perspectivas de inversión.

Por eso seguimos previendo un crecimiento del 0,6% en 2025 en la zona euro. Esta media oculta grandes disparidades entre países. España y Portugal deberían registrar un crecimiento más dinámico gracias al despliegue del fondo europeo NextGenEU, al igual que los países de Europa del Este. Es probable que Alemania siga viéndose afectada por la desaceleración de la demanda de automóviles y la competencia de China, pero, a diferencia de Francia, dispone de margen de maniobra en su presupuesto.

**Este panorama llevaría a la Reserva Federal a detener prematuramente su ciclo de recortes de los tipos de interés, lo que podría traducirse en una subida de los tipos a 10 años desde nuestra previsión del 3,8% a finales de 2025. Esta política monetaria ejercería una presión a la baja sobre las divisas asiáticas, pero también sobre las monedas refugio, si el aumento de los aranceles se generalizara.**

El verdadero riesgo es el carácter potencialmente inflacionista de la política estadounidense y, en particular, el de una drástica reducción de la inmigración. Por ello, además de nuestra hipótesis central, nuestro economista estadounidense propone un segundo escenario, denominado “extremo”, que llevaría a una fuerte caída del crecimiento estadounidense con un repunte significativo de la inflación. Esto desencadenaría una huida hacia la calidad y aumentaría la probabilidad de una crisis de las finanzas públicas en la zona euro.

**Dr. Mathilde Lemoine**  
Group Chief Economist

## EL CRECIMIENTO SIGUE SIENDO SÓLIDO EN ESTADOS UNIDOS, PERO LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS DEPENDEN MÁS DE LAS POLÍTICAS ESTADOUNIDENSE Y CHINA



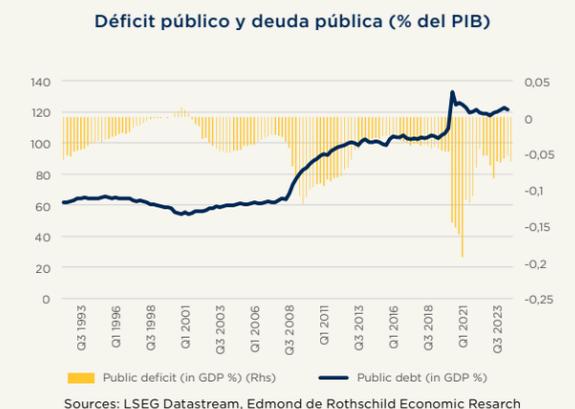
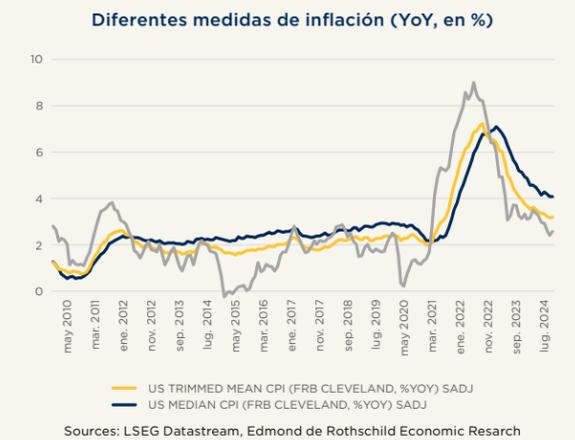
Gitana base, Lorient

- » En nuestra hipótesis central, los recortes de impuestos y el aumento de los aranceles prometidos por Donald Trump durante su campaña deberían traducirse en un crecimiento en torno al 2% en 2025 y 2026, con una inflación superior al 3% en 2025 y ligeramente inferior a esta cifra en 2026.
- » Creemos que deportar a 2 millones de personas al año de Estados Unidos sería una hipótesis extrema con importantes repercusiones negativas para el crecimiento, que podría caer hasta el 1% en 2025, y provocaría una aceleración de la inflación hasta el 3,6%.
- » Al mismo tiempo, los precios de las materias primas se ven influidos en gran medida por la política estadounidense, a través de su impacto en el dólar, y por la política china, a través del estímulo de la demanda.
- » Sin embargo, se prevé que los factores específicos de las materias primas tengan repercusiones considerables. Esperamos que el precio del oro negro sufra presiones, mientras que los metales relacionados con la transición energética podrían beneficiarse de las políticas industriales y de la eliminación gradual de los combustibles fósiles.

La victoria de Donald Trump debería traducirse en la aplicación de algunos aspectos de su programa. Así, se espera que lleve a cabo su política de reducción de impuestos y aumento de aranceles. Al mismo tiempo, es probable que su política de inmigración se traduzca principalmente en una reducción del número de llegadas y no en la expulsión masiva de inmigrantes ilegales. En consecuencia, el crecimiento podría ser ligeramente menos dinámico en 2025 y 2026 que en 2024 y, al mismo tiempo, la inflación podría acelerarse en 2025 para luego ralentizarse en 2026. Dadas las grandes incertidumbres asociadas a la llegada de Trump al poder, hemos elaborado dos hipótesis: una central en la que el nuevo presidente aplica todos sus recortes de impuestos y subidas de aranceles, y reduce el flujo de inmigrantes sin aumentar las deportaciones. La segunda hipótesis, que no es nuestra apuesta principal, está caracterizada por una política migratoria en línea con el programa de campaña de Trump; es decir, la expulsión de 8 millones de inmigrantes ilegales en cuatro años.

### HIPÓTESIS CENTRAL: UN POCO MENOS DE CRECIMIENTO Y UN POCO MÁS DE INFLACIÓN

Tras un crecimiento económico medio anual del 2,4% en 2024, el crecimiento en 2025 será probablemente menos dinámico, con una media anual del 2,1%. Esta ralentización debería tener su origen en una caída del consumo de los hogares, vinculada a la normalización del mercado laboral y a un ligero aumento del desempleo, que, no obstante, debería mantenerse por debajo del 4,5%. Esto iría acompañado de un retroceso del crecimiento del poder adquisitivo. En paralelo, la inflación debería volver a subir, y podría alcanzar una media anual del 3,3% (tras el 2,9% en 2024) como consecuencia de la política proteccionista del nuevo presidente estadounidense, que se espera aplique los aumentos de aranceles prometidos (60% para los productos chinos y 10% para los europeos). Esto incrementaría el coste de las importaciones en unos 300.000 millones de dólares; es decir, el 1% del PIB, lo que supondría una pesada carga para los presupuestos familiares. Esta carga solo se compensaría parcialmente con recortes de impuestos, ya que habría que esperar hasta 2026 para que se sintiera el efecto completo de la bajada de impuestos (unos 700.000 millones de dólares). En 2025, los nuevos recortes fiscales, como la exención de impuestos a las propinas, podrían alcanzar los 200.000 millones de dólares. Así



pues, el crecimiento de las exportaciones seguiría siendo ligeramente positivo, mientras que el de las importaciones sería negativo, lo que convertiría al comercio exterior en un ligero motor del crecimiento.

El regreso de Trump a la Casa Blanca también se caracteriza por un elevado nivel de incertidumbre sobre el impacto de sus políticas en las empresas. Aunque los recortes de impuestos serían beneficiosos para las empresas, el aumento de los aranceles y la entrada de menos inmigrantes en EE. UU. podrían frenar sus perspectivas de



Gitana base, Lorient

crecimiento. Por tanto, esperamos que el crecimiento de la inversión se ralentice en 2025 y 2026.

Es probable que todas estas políticas tengan un impacto inflacionista, con una subida media anual de los precios del 3,3% en 2025, antes de retroceder al 2,8% en 2026. En este contexto, las finanzas públicas deberían seguir deteriorándose, con un déficit elevado y una deuda creciente.

Naturalmente, las perspectivas de la economía estadounidense están sujetas a muchas incertidumbres que podrían tener importantes repercusiones en el crecimiento y la inflación. Por ejemplo, la aplicación estricta del programa de inmigración del nuevo presidente podría afectar al crecimiento e impulsar la inflación, exponiendo a las empresas a una serie de retos.

**HIPÓTESIS EXTREMA: UN PROGRAMA RADICAL QUE GENERARÍA MUCHO MENOS CRECIMIENTO Y MUCHA MÁS INFLACIÓN**

El impacto económico de la plena aplicación del programa de inmigración de Trump sería significativo, con un crecimiento del 1% como consecuencia del descenso del consumo de los hogares y una fuerte desaceleración de la inversión debido a la incertidumbre generada por esta política. En 2026, se notarían todos los efectos de las rebajas fiscales, que ayudarían a compensar parte del impacto negativo de las expulsiones. La inflación, por su parte, repuntaría con fuerza debido a la escasez de mano de obra, que provocaría un choque de oferta con subidas salariales y dificultades de producción en muchos sectores, como el energético, donde el 4% de los empleados son indocumentados. La inflación media sería del 3,6% en 2025 y del 2,9% en 2026. Además, este choque en el mercado laboral y la salida de dos millones de personas tendrían un efecto negativo en el consumo.

Es probable que los precios de las materias primas se vean muy influidos por la situación en China y la evolución de la política estadounidense..

**MATERIAS PRIMAS: LAS POLÍTICAS ESTADOUNIDENSE Y CHINA COMO PRINCIPALES CATALIZADORES**

Además de las características específicas de cada producto, es probable que los precios de las materias primas se vean muy influidos por dos factores: la situación en China y la evolución de la política estadounidense y su impacto en el dólar. Los grandes planes de apoyo a la economía china serían un factor de mantenimiento o subida de los precios, sobre todo para los metales industriales y los productos energéticos. Sin embargo, una apreciación del billete verde repercutiría negativamente en los precios, ya que obligaría a los importadores no estadounidenses a pagar precios más altos por sus productos.

Los precios del petróleo podrían verse presionados por el lento crecimiento de la demanda y una mayor oferta prevista para 2025. Los metales industriales relacionados con la transición energética, y el cobre en particular, podrían ver sus precios respaldados por las políticas de transición energética e industriales.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que las grandes incertidumbres geopolíticas y de precios podrían generar una volatilidad significativa en el mercado de materias primas.

En conclusión, en nuestra hipótesis central, Estados Unidos, bajo el liderazgo de la administración Trump, seguiría siendo un motor de crecimiento a pesar de una ligera desaceleración del crecimiento (hasta el 2,1% en 2025 y el 2% en 2026) y una aceleración de la inflación (hasta el 3,3% en 2025 y el 2,8% en 2026). Una hipótesis extrema caracterizada por una aplicación estricta del programa de la campaña con la expulsión de 2 millones de inmigrantes ilegales al año se traduciría en un crecimiento significativamente inferior, del 1% en 2025, y una inflación más elevada, del 3,6% en 2025. En cuanto a las materias primas, la evolución de los precios estará probablemente vinculada a dos factores principales: la evolución del dólar y el alcance de los posibles planes de estímulo chinos. También deben tenerse en cuenta los factores específicos de cada producto. Por ejemplo, los precios del petróleo podrían verse presionados por el modesto crecimiento de la demanda y el mayor dinamismo de la oferta, mientras que los metales de transición podrían beneficiarse positivamente de las políticas de la descarbonización y reindustrialización, todo ello en un contexto de elevada volatilidad.

**Manuel Maleki, Ph. D.**  
Senior Economist US & Commodities

## LA EXCEPCIONALIDAD ESTADOUNIDENSE REFORZADA POR LA VICTORIA DE TRUMP

El mercado de renta variable estadounidense tuvo un comportamiento excepcional en 2024, impulsado por una economía resiliente y una inflación a la baja, y reforzado por la victoria de Donald Trump. El S&P 500 superó a sus homólogos, una tendencia que probablemente se mantenga en el futuro dado el probable fortalecimiento de la excepcionalidad estadounidense con el nuevo presidente.



### UNA RENTABILIDAD CLARAMENTE SUPERIOR QUE HA LLEGADO PARA QUEDARSE

Incluso antes de las elecciones, el entusiasmo de los inversores por la renta variable estadounidense era elevado debido a las expectativas de bajadas de tipos y a la resiliencia del crecimiento del país. Otro motor fue el continuo aumento de los beneficios, sobre todo en el campo de la inteligencia artificial (IA), pero también en la mayoría de los sectores de la economía desde el segundo trimestre de 2024. Estas expectativas de mayores beneficios se han visto impulsadas aún más por la perspectiva de los recortes de impuestos prometidos por el presidente electo. El mercado estadounidense parece incluso desacoplarse del resto del mundo, gracias a la resistencia del crecimiento estadounidense frente a la incertidumbre en China y el estancamiento en Europa. Muchos inversores consideran que las «medidas beneficiosas» de Trump para el mercado de renta variable, como la bajada de impuestos y la desregulación, llegarán antes y con más certeza que las «malas» para la Bolsa, como la deportación de inmigrantes ilegales y los aranceles a las importaciones. El S&P, por ejemplo, ha subido casi un 5% desde la victoria de Trump, el índice brasileño Bovespa ha perdido un 9% en dólares y el índice Hang Seng de Hong Kong ha cedido un 5%, mientras que el índice Stoxx Europe 600 ha sacrificado un 3% (también en dólares). La excepcionalidad estadounidense se refleja así en los mercados de renta variable.

Se espera que esta rentabilidad superior estadounidense continúe: El programa de Trump es favorable a corto plazo para los beneficios empresariales estadounidenses, la Fed mantiene un sesgo a la baja en los tipos de interés y el crecimiento de EE. UU. sigue siendo sólido gracias a la resiliencia del consumo y a los elevados niveles de gasto público. A corto plazo, la estacionalidad de los mercados se ha mantenido históricamente positiva hasta mayo, incluso después de las elecciones. Es cierto que el posicionamiento de los inversores en renta variable es ya muy elevado, pero menos que en anteriores picos del mercado. Además, muchos observadores señalan que Trump está muy interesado en el comportamiento del S&P 500, e incluso lo considera un barómetro de sus políticas. Es posible que el impulso desregulador no esté muy descontado en los niveles actuales. Como resultado, podría producirse un gran salto adelante en la productividad, como en los

primeros mandatos de Reagan o Thatcher. Con Elon Musk al frente del nuevo Departamento de Eficiencia Gubernamental, es difícil prever dónde acabará la reestructuración de la acción pública. Se habla incluso de la posibilidad de privatizar la conquista espacial, la regulación de las comunicaciones por radio, teléfono y televisión, la agencia de medio ambiente, o por qué no, la agencia de aprobación de medicamentos FDA, la regulación de la aviación a través de la FAA o, en el plano financiero, de la SEC... Esto debería abrir nuevas oportunidades para las compañías de gran capitalización, y probablemente suponga un aumento de la productividad en comparación con la gestión pública.

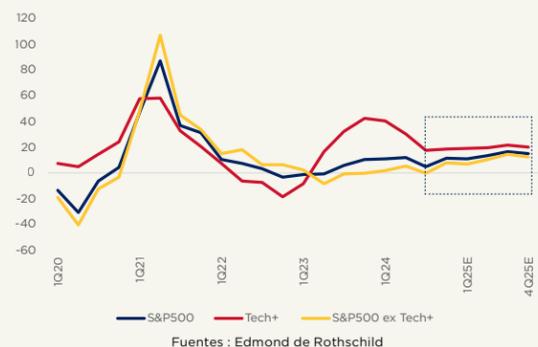
**El programa de Trump es favorable a corto plazo para los beneficios empresariales estadounidenses.**

Por tanto, los inversores esperan que el S&P siga registrando buenos resultados en 2025 en el contexto de un impulso político favorable al mercado por parte de la Administración Trump. Una preocupación recurrente son las elevadas valoraciones del S&P 500, y de la tecnología en particular. Pero esto es solo una parte de la ecuación. En 2024, la mitad de la rentabilidad del S&P 500 provino del crecimiento de los beneficios y la otra mitad, de la expansión de los múltiplos. Aunque no podemos esperar que los múltiplos se expandan en 2025 en vista de los niveles actuales, creemos que los beneficios y los márgenes deberían seguir apoyando al mercado: las previsiones de BPA (beneficios por acción) son del +10% para 2024 y del +15% para 2025. Esto puede parecer elevado, pero los últimos trimestres han demostrado que las empresas estadounidenses tienen una capacidad inigualable para superar las expectativas, de media un 5% con respecto a los beneficios previstos (véase el gráfico 1). Es más, Nvidia y Broadcom, dos de los motores de beneficios del S&P 500, han desvelado unas perspectivas por encima de las expectativas (aunque el crecimiento de los beneficios se situó por debajo de las expectativas más optimistas), que apuntan a una inversión sólida y continuada en la IA.

**El desarrollo del S&P 500 este año ha estado impulsado tanto por expansión en los múltiplos como por las expectativas de beneficios por acción**



**Se espera que el crecimiento de los beneficios en los sectores no tecnológicos del S&P 500 acelere, mientras que el del sector tecnológico se normalice**



### UN NUEVO ACUERDO A LARGO PLAZO

A largo plazo, creemos que la excepcionalidad estadounidense debería reforzarse e impulsar el crecimiento de las empresas del país. Los consumidores estadounidenses gastan, mientras que los europeos y los chinos ahorran. Los recortes de impuestos para los particulares deberían reforzar esta tendencia. Los déficits públicos en Estados Unidos apoyan a las empresas y a los consumidores, pero la Administración Trump

podría provocar un aumento del déficit de 7,5 billones de dólares en 10 años, según algunas proyecciones. El gasto social, ya bajo en Estados Unidos (19% del PIB, frente al 28% en Alemania y el 32% en Francia), se reduciría aún más. Como consecuencia, la inversión en Estados Unidos se centrará más en la productividad que en el bienestar social

Se espera que el probable ciclo de desregulación bajo el mandato de Trump acelere el tradicional enfoque de laissez-faire en Washington, mientras que Bruselas y Pekín prefieren tomar las riendas de sus economías. En los últimos cuarenta años hemos visto qué método es más favorable para las empresas. Los Estados Unidos de Trump deberían acercarse, al menos en ambición, al modelo liberal de los años treinta anteriores al New Deal: capitalismo con pocas restricciones estatales, autorregulación y un mercado que sustituye la mano visible del Estado, al tiempo que se protege el mercado interno. Esto se produce tras el estilo de hacer política más “europeo” de Joe Biden, basado en grandes paquetes públicos de estímulo y una regulación más estricta.

Por último, Estados Unidos debería seguir disfrutando de una ventaja clave sobre Europa, China y Japón: su demografía. Incluso con la deportación de migrantes ilegales, el primer mandato de Trump demostró la diferencia entre las cifras anunciadas durante la campaña y la realidad: de 2016 a 2020, 400.000 extranjeros fueron deportados. La fortaleza demográfica de Estados Unidos debería continuar. El país se beneficia de importantes ganancias de productividad, gracias sobre todo a su dominio de la tecnología y al importante papel que desempeñan las empresas tecnológicas en el índice (38% del S&P 500, frente al 7% del Stoxx 600 en Europa).

**A largo plazo, creemos que la excepcionalidad estadounidense debería reforzarse e impulsar el crecimiento de las empresas del país.**

A nivel sectorial, creemos que la rentabilidad de los sectores dentro del S&P 500 debería

seguir la trayectoria observada desde agosto de 2024; es decir, una rentabilidad más lineal entre sectores. De hecho, en 2024, solo Nvidia, uno de los «7 magníficos» de 2023, se mantiene entre los 10 primeros del S&P 500, junto con United Airlines, el fabricante de pistolas táser Axon y el proveedor de suministros públicos Constellation Energy. Esta rentabilidad menos aupada por la esfera tecnológica debería mantenerse en 2025. Las previsiones de beneficios son más uniformes en todos los sectores, mientras que el S&P 500, excluida la tecnología, tuvo un crecimiento negativo de los beneficios hasta el primer trimestre de 2024 (véase el gráfico 2).

Otro catalizador de la rentabilidad sectorial es la nueva Administración Trump, tras su victoria en la carrera hacia la Casa Blanca y la nueva mayoría republicana en ambas cámaras del Congreso. El mercado debería seguir favoreciendo a los sectores expuestos a sus políticas, en particular finanzas, consumo discrecional (incluidos automoción y construcción de viviendas), petróleo y tecnología, así como determinadas empresas industriales que producen y venden en Estados Unidos. No obstante, la severidad con la que Trump podría restringir su política comercial sigue siendo una espada de Damocles para las empresas internacionales. En caso de que se reanuden las tensiones con China en particular, los sectores que corren más peligro son los exportadores industriales con un elevado porcentaje de su producción en China, los materiales, ciertos segmentos de la tecnología (semiconductores en particular) y los proveedores de energías renovables.

### DESCORRELACIÓN DE OTROS MERCADOS PRINCIPALES

Conservamos la neutralidad en cuanto a la renta variable mundial frente a nuestra recomendación de sobreponderar Estados Unidos. La victoria de Trump alimenta la incertidumbre en Europa y su programa, aunque solo se aplique parcialmente, penalizará sin duda a la economía y a varios exportadores europeos. La subida del dólar es ventajosa para el inversor europeo, lo que debería impulsar el apetito por los valores del S&P y limitar el interés del inversor en dólares por adquirir valores denominados en euros, en previsión de una caída de la moneda común frente al billete verde. Esto no es nada nuevo: el atractivo de la renta variable estadounidense es tal que, desde 2010, todos los sectores del

S&P 500 han superado a sus homólogos sectoriales del Stoxx Europe 600. Es probable que esta tendencia se vea reforzada por la fortaleza de la economía estadounidense en relación con la europea, los planes de recortes de impuestos del nuevo presidente de EE. UU. y las preocupaciones económicas y políticas en Francia y ahora también en Alemania.

En cuanto a la renta variable china, es probable que esté en el punto de mira del nuevo presidente, con aranceles que podrían llegar hasta el 60% sobre las importaciones procedentes de Estados Unidos, el nivel exacto de la diferencia de costes de producción entre ambos países. Esta pérdida de competitividad de las exportaciones a Estados Unidos podría no compensarse totalmente con medidas de apoyo al consumo interno en China.

En conclusión, la renta variable estadounidense debería mantener su impulso, con una mayor participación de los sectores en la rentabilidad del índice. Sin embargo, la selectividad sigue estando a la orden del día, con el objetivo de ganar exposición a los sectores que probablemente se beneficien más de la nueva Administración Trump. Los sectores expuestos a megatendencias como la seguridad (véase la página 34) también podrían seguir destacando.

**Hervé Prettre**  
Head of Global Investment Research

## SECTORES BAJO PRESIÓN EN 2024, LA SELECTIVIDAD SIGUE IMPONIÉNDOSE EN 2025

El sector del lujo se ha visto afectado por la debilidad del gasto de los clientes chinos, su mayor mercado, y el riesgo de aranceles en Estados Unidos, su segundo mayor mercado. Sin embargo, la situación debería estabilizarse en 2025. La industria automovilística europea podría seguir bajo presión, mientras que los fabricantes estadounidenses deberían estar más blindados frente a la competencia.



Château Clarke, Listrac-Médoc, France

### BIENES DE LUJO: CÓMO EMERGER ENTRE UN MERCADO CHINO DÉBIL Y LOS ARANCELES DE TRUMP

Se espera que el gasto mundial en el sector de los artículos de lujo alcance cerca de 1.500 millones de euros en 2024, una cifra relativamente estable en comparación con 2023, con una tasa de crecimiento interanual estimada del -1% al 0%, muy por debajo de los aumentos del +5% al +9% registrados entre 2020 y 2023.

El mercado de artículos de lujo personales podría estar experimentando su primera desaceleración desde la crisis financiera de 2008. En la actualidad, unos 50 millones de consumidores de artículos de lujo han dejado de comprar bolsos y otros artículos de marca, según un informe de la consultora Bain & Company. Solo un tercio de las marcas de lujo acabará el año con crecimiento positivo, de nuevo según Bain, frente a los dos tercios del año pasado. Esta situación se debe a la incertidumbre económica mundial, sobre todo en China, donde el descenso de la demanda en este mercado clave, tras la crisis inmobiliaria y la deflación de precios, es motivo de preocupación. El segundo viento en contra es que el fuerte aumento de los precios en el sector del lujo desde 2020 implica que los llamados clientes «aspiracionales» de la generación Z, cuyos salarios no han seguido el ritmo de los precios, son menos propensos a comprar artículos de lujo. Esto es menos cierto en el caso de los productos de lujo absoluto de alto precio, que se dirigen a una clientela muy acomodada que se ve menos afectada por la inflación. Por último, el riesgo de aranceles en Estados Unidos es otra fuente de preocupación para las marcas de lujo europeas.

**El mercado del lujo debería seguir una trayectoria positiva aquí a 2030, con un mercado destinatario más amplio.**

Sin embargo, aún es posible una recuperación gradual de aquí a finales de 2025, en primer lugar en China gracias a las medidas de estímulo, en segundo lugar en Estados Unidos si Trump aplica rápidamente sus recortes de impuestos, y en tercer lugar en Japón, que se beneficia de

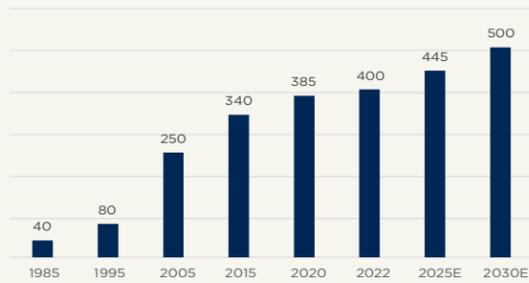
un efecto favorable del tipo de cambio para los turistas asiáticos. Además, los mercados emergentes representan nuevas vías de crecimiento potencial, como Latinoamérica, la India, el Sudeste Asiático y África, que en conjunto se espera que cuenten con más de 50 millones de consumidores de lujo de clase media-alta en un plazo de cinco años. El mercado debería seguir una trayectoria positiva aquí a 2030, con un mercado destinatario más amplio. También se espera que la innovación impulse las ventas, en particular la entrada en nuevas áreas como la ropa deportiva chic y los cosméticos de alta gama.

### AUTOMOCIÓN: DIFICULTADES ESTRUCTURALES PARA LOS FABRICANTES EUROPEOS, EL ESCUDO DE TRUMP PARA LOS FABRICANTES AMERICANOS

El sector del automóvil lleva varios años plagado de dificultades que han minado su negocio. Mientras que los cierres patronales de 2020 paralizaron la producción, la recuperación posterior a la pandemia de 2021 se vio limitada por la escasez de componentes debido a interrupciones en las cadenas de suministro. El año 2023 fue mejor gracias al aumento de los precios, el lanzamiento de nuevos modelos y el éxito de los vehículos eléctricos (VE) con la ayuda de subvenciones públicas. Las esperanzas de que el repunte continuara en 2024 para los fabricantes europeos se vieron frustradas por la ralentización de las ventas de VE tras la expiración de las subvenciones y el menor apetito de los consumidores, pero sobre todo por la rápida aparición de modelos chinos. Además, el lanzamiento de un gran número de modelos en un momento de ralentización del mercado provocó una caída de los precios y una serie de revisiones a la baja de beneficios por parte de las empresas europeas.

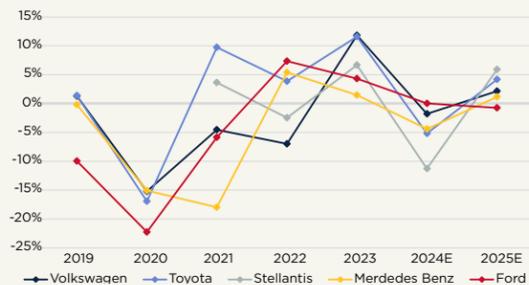
**Los fabricantes de automóviles de Estados Unidos están mejor posicionados, con un mercado de vehículos eléctricos protegido y menos presión regulatoria.**

La clientela mundial del sector del lujo podría alcanzar los 500 millones de personas en 2030



Fuente : Kepler Cheuvreux

Evolución de las ventas de vehículos de los cinco mayores fabricantes del mundo



Fuentes : Edmond de Rothschild, Bloomberg

Además de las dificultades cíclicas, existen amenazas estructurales para el sector europeo, como el riesgo de que los fabricantes chinos sigan ganando rápidamente cuota de mercado, la amenaza de un aumento de los aranceles sobre las exportaciones a Estados Unidos y un entorno normativo poco favorable, a pesar de los aranceles europeos impuestos a los fabricantes chinos en 2024, sobre todo el riesgo de multas europeas colosales para los fabricantes que no vendan suficientes VE en Europa en 2025. Sin olvidar que la demanda europea está en horas bajas, a pesar de que la capacidad de producción ha vuelto a niveles elevados. La rápida electrificación de la industria parece estar en peligro debido a la todavía irregular infraestructura de carga, la retirada de ayudas financieras y subvenciones, y el aumento de los costes de leasing. Los fabricantes europeos necesitan reestructurarse, pero ¿hasta qué punto tendrán que recortar capacidad?

Los fabricantes de automóviles de Estados Unidos están mejor posicionados, con un mercado de vehículos eléctricos protegido y menos presión regulatoria, lo que permite a los dos actores tradicionales concentrarse en modelos convencionales de mayor margen. La llegada de Trump al poder debería reforzar la protección del mercado nacional, limitar la competencia japonesa en los vehículos clásicos tipo SUV e impulsar el poder adquisitivo de los estadounidenses. El excepcionalismo estadounidense campa a sus anchas en este sector.

**Darius Bakhtari**

Research analyst, Global Investment Research

**Clément Outin**

Research analyst, Global Investment Research

# LOS MERCADOS EUROPEOS DE RENTA VARIABLE SIGUEN BAJO PRESIÓN, PERO EXISTEN OPORTUNIDADES

Los mercados europeos están estructuralmente rezagados de su homólogo estadounidense debido a una serie de factores: escaso impulso económico, sesgo industrial, exposición a China e incertidumbre política. No obstante, existen oportunidades, especialmente en el mercado suizo.



**RENDIMIENTO CRÓNICAMENTE INFERIOR AL DE WALL STREET**

El mercado europeo de renta variable lleva desde 2006 registrando unos resultados estructuralmente inferiores a los de su homólogo estadounidense. Esta rentabilidad inferior ya estaba bien arraigada incluso antes de que los «7 magníficos» comenzaran a dominar. Estos valores llevan superando con creces al S&P 500 desde 2023, lo que ha permitido a este último seguir ampliando la diferencia con el Stoxx Europe 600. Echando la vista atrás, también observamos que, desde 2010, ninguno de los sectores del Stoxx ha logrado superar a su contraparte estadounidense, lo que demuestra el bajo rendimiento estructural general de Europa en relación con Estados Unidos. Sin embargo, ¿continuará esta tendencia?

**El impulso económico europeo sigue siendo lento.**

A corto plazo, pensamos que sí: una serie de retos siguen poniendo en tela de juicio el regreso de una rentabilidad superior de Europa en relación con Estados Unidos. Entre la atonía del crecimiento económico y la incertidumbre política, el probable impacto del aumento de los aranceles estadounidenses y unas perspectivas de crecimiento de los beneficios europeos probablemente sobrestimadas para 2025, el mercado está luchando por encontrar catalizadores positivos para las acciones europeas.

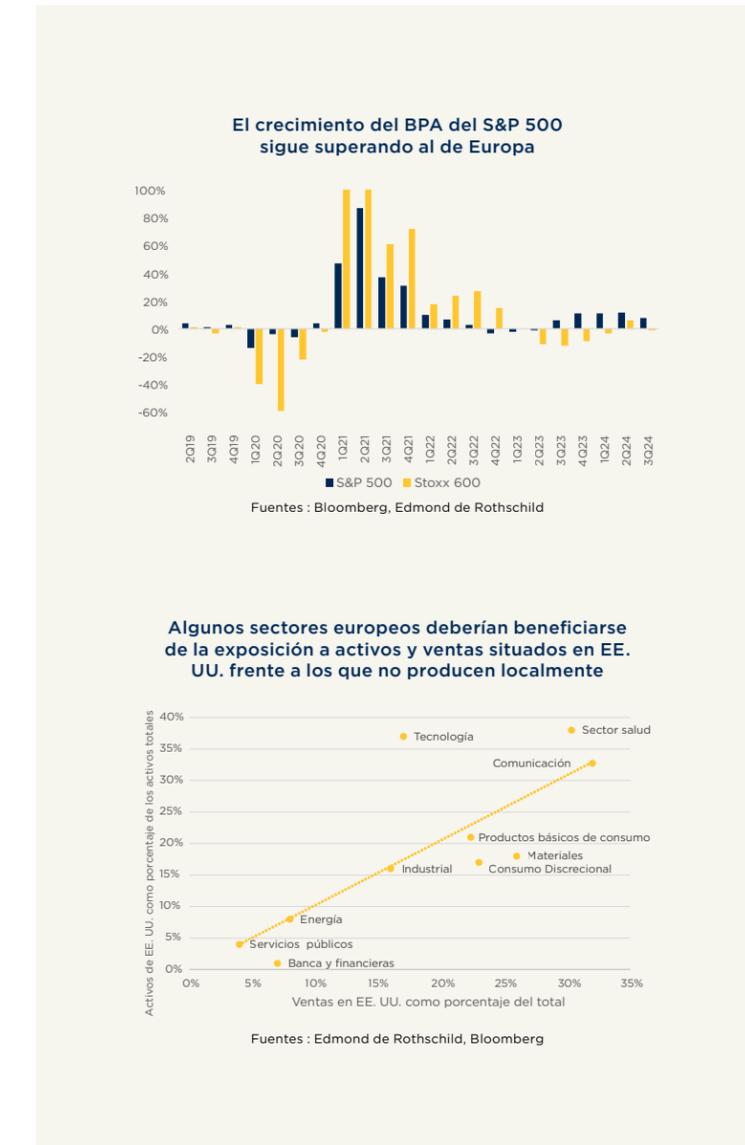
En primer lugar, el impulso económico europeo sigue siendo lento: el sector manufacturero está prácticamente en recesión desde 2022, según los índices de gestores de compras (PMI), mientras que la actividad en el sector servicios también sigue siendo más débil que al otro lado del Atlántico. Por supuesto, ha habido algunas excepciones, como Francia, que pudo beneficiarse de un repunte del optimismo en el sector servicios este verano gracias a los Juegos Olímpicos. Pero este repunte se agotó rápidamente, mientras que otros países del sur se vieron impulsados en verano por el turismo estacional. Europa sigue lidiando con la debilidad de la demanda, ya que su exposición industrial se enfrenta a elevados niveles de existencias sin vender y a la deflación exportada desde China. Además, la falta de personal cualificado sigue siendo una de las mayores preocupaciones de los empresarios, lo que lastra aún más la capacidad del sector manufacturero privado. El consumo de los hogares sigue siendo débil, aunque la confianza de los consumidores se ha estabilizado en los últimos trimestres desde su mínimo de 2022, impulsada por la desinflación, que ha aumentado el poder adquisitivo. Sin embargo, la tendencia estructural de los hogares europeos al ahorro (con una tasa en todo el bloque superior al 15% de la renta disponible, frente a menos del 5% en Estados Unidos) sigue penalizando el consumo y, por tanto, la demanda, lo que lastra aún más la actividad. Los consumidores europeos se muestran prudentes y temerosos ante el futuro, especialmente en Francia, mientras que sus homólogos estadounidenses gastan convencidos de que mañana pagarán menos impuestos. Existe, por supuesto, un factor que podría impulsar el crecimiento alemán a largo plazo: el abandono del freno a la deuda consagrado en la Constitución desde 2009, que podría aplicar el posible nuevo canciller alemán Friedrich Merz. Pero para ello sería necesario que su partido, la CDU, ganara las elecciones de febrero de 2025 (en

solitario o en coalición con el SPD, de centro-izquierda, que también está a favor de dejar atrás las limitaciones presupuestarias), aunque el panorama político alemán también está cada vez más fragmentado.

Europa se enfrenta a otro reto en relación con Estados Unidos: la infraponderación del sector tecnológico en el índice Stoxx Europe 600 y, más en general, la menor inversión en tecnología, que se traduce en menores ganancias de productividad. La tecnología representa solo el 7% del índice europeo, frente a casi el 40% en Estados Unidos. Esta diferencia explica por qué el índice europeo tiene dificultades para superar a su homólogo estadounidense, en un momento en que este último se beneficia casi exclusivamente de los recientes avances en inteligencia artificial. Y aunque Europa cuenta con algunos líderes específicos en el sector, el enfoque que se están adoptando los legisladores europeos se centra en regular la IA y tratar de erigirse en «policía» mundial en lugar de facilitador de la innovación. Es probable que esta infraexposición y este enfoque sigan penalizando el crecimiento del bloque europeo en relación con Estados Unidos con la llegada de la inteligencia artificial, fuente de ganancias de productividad en muchos sectores.

**LAS DOS LOCOMOTORAS, FRANCIA Y ALEMANIA, EN CRISIS ESTRUCTURAL**

Europa también se enfrenta a importantes retos políticos, especialmente en Francia, donde la inestabilidad política desde las elecciones parlamentarias de julio de 2024 no ha permitido mayorías, mientras que los objetivos de reducción del déficit siguen retrasándose por falta de soluciones a corto plazo. Como consecuencia, varias agencias de calificación crediticia han rebajado sus perspectivas para el país. En cuanto al mercado bursátil, el CAC 40 será uno de los peores del continente en 2024, presionado por un Gobierno que quiere subir los impuestos a empresas y particulares para contribuir a ajustar el déficit público. Y ello a pesar de tener la mayor presión fiscal de la OCDE... Por el contrario, en Estados Unidos, el déficit seguirá aumentando, sobre todo con las políticas fiscales que se esperan del presidente Trump, que deberían impulsar la oferta con recortes de impuestos adicionales para empresas y particulares. Ahí radica la principal diferencia: los países europeos destinan



una mayor proporción de su gasto al bienestar social (28% del PIB de media, y 32% en Francia) que Estados Unidos (19%), lo que se traduce en una población mejor protegida en términos de salud, pero también en mayores impuestos a las empresas. Esto explica en parte la mayor rentabilidad de las empresas estadounidenses.

En Alemania, las tendencias siguen empañadas por los interrogantes en torno a un modelo de crecimiento basado en la exportación a economías emergentes, con costes energéticos moderados y escasa competencia de productos

alemanes de alta calidad. El ejemplo clave es la industria del automóvil, que se enfrenta a una nueva competencia china de alta calidad en vehículos eléctricos y está perdiendo cuota de mercado en el gigante asiático en modelos convencionales (véase la página XX). En un movimiento simbólico, Volkswagen anunció recientemente su intención de cerrar fábricas en Alemania para mejorar su situación financiera, algo inédito desde la fundación de la empresa hace 87 años. Además, y como ocurre en Francia, la situación política se está volviendo incierta, ya que el partido de extrema derecha radical AfD podría acaparar un 20% de la intención de voto.

**El mercado europeo sigue obteniendo peores resultados que el estadounidense debido a los retos económicos, la incertidumbre política y la falta de innovación tecnológica**

#### ¿SERVIRÁN DE CATALIZADOR EL ESPERADO REPUNTE DE LOS BENEFICIOS EN 2025 Y LAS BAJAS VALORACIONES DE EUROPA?

Tras un fuerte repunte de los beneficios en 2022, de alrededor del 20%, el crecimiento de los beneficios del índice Stoxx 600 se ralentizó considerablemente en 2023, hasta el 3%, y se espera que este año sea plano, lo que refleja la persistente debilidad de las empresas europeas. De hecho, el crecimiento de los beneficios del Stoxx 600 europeo ha sido inferior al del S&P 500 en todos los trimestres desde el 4T22. Es decir, siete trimestres seguidos de resultados inferiores.

#### ¿QUÉ PASA CON EL IMPACTO DE LAS POLÍTICAS ESPERADAS DE TRUMP?

Un impacto negativo y desigual según el sector y el país: sin duda, la victoria de Donald Trump en Estados Unidos no dejará de tener repercusiones en los países y sectores europeos, encabezando la lista la aplicación de un aumento del 10% de los aranceles a todas las

importaciones estadounidenses. Aunque el calendario y la magnitud de este aumento siguen siendo inciertos, las exportaciones europeas a Estados Unidos representan actualmente el 3,1% del PIB de la zona del euro, lo que sigue siendo moderado en conjunto. En cambio, las exportaciones a Estados Unidos en porcentaje del PIB son mayores en Alemania, Países Bajos o incluso Suiza, y menores en Francia y España.

El impacto sectorial también es mixto. Las repercusiones más negativas afectarán sin duda a los sectores europeos que más exportan a Estados Unidos y tienen poca producción local. Entre ellos figuran la automoción, los bienes de equipo, los productos químicos, los artículos de lujo y el agroalimentario. También es probable que las empresas europeas de energías renovables con exposición a Estados Unidos sufran las medidas de Trump a favor de los combustibles fósiles. Por otro lado, varios sectores deberían beneficiarse de las medidas propuestas por la Administración Trump. Un ejemplo es el sector de la defensa, en vista del aumento previsto de los presupuestos europeos de armamento por presiones de la nueva Administración. También observamos que los sectores de materiales y medios de comunicación, así como determinados valores tecnológicos con operaciones en Estados Unidos, deberían estar relativamente aislados de las medidas proteccionistas sobre las importaciones.

**Sin embargo, existen oportunidades en algunas regiones, como el mercado suizo, y en sectores como la defensa y la sanidad.**

#### EXISTEN OPORTUNIDADES

La constatación general de que el bloque europeo está aletargado no es homogénea, y algunos países y sus mercados de renta variable deberían superar al resto del continente:

- El mercado español se beneficia de un dinamismo positivo (IBEX) y de una valoración aún interesante. Por supuesto, tres empresas (Inditex, Santander, Iberdrola) representan el 45% del índice insignia español, y dependen en parte del crecimiento excepcional de

España.

- Suiza sigue siendo un mercado atractivo: la valoración del índice SMI es superior a la europea, pero se mantiene en línea con su prima histórica. Nestlé, Roche y Novartis representan el 47% del SMI, lo que confiere al índice su carácter defensivo. Las empresas suizas disfrutan de ventajas clave frente a sus homólogas europeas: un entorno político estable, importantes ventajas fiscales para las sociedades y una estabilidad jurídica y fiscal que permite la continuidad empresarial. Las autoridades políticas y la población son, en general, favorables al sector privado. Una coincidencia oportuna: al mismo tiempo que la Asamblea Nacional francesa debatía sobre un aumento de los impuestos a las personas físicas, en noviembre de 2024 el 61% de los ginebrinos votaba a favor de reducir el impuesto sobre la renta. Además, las empresas suizas han sabido adaptarse mejor que la mayoría a la fortaleza del franco y a los elevados costes laborales, centrándose en actividades de alto valor añadido.
- En general, en el contexto de un panorama heterogéneo en el continente, ciertas empresas y sectores siguen presentando oportunidades, por ejemplo, determinados títulos de lujo (véase la página 16), de defensa y de sanidad, así como algunas empresas financieras.

**El mercado europeo sigue rezagado frente al estadounidense debido a los retos económicos, las incertidumbres políticas y la falta de innovación tecnológica. El consumo limitado debido a la tendencia al ahorro y el lento crecimiento económico deberían seguir lastrando el dinamismo del mercado de renta variable europeo a corto plazo. Las políticas arancelarias de Trump podrían agravar la situación de determinados sectores en Europa. Sin embargo, existen oportunidades en algunas regiones, como el mercado suizo, y en sectores como la defensa y la sanidad. A medio plazo, algunos catalizadores podrían revertir esta tendencia, como el levantamiento del freno de la deuda en Alemania, el fin de la guerra en Ucrania, una fuerte recuperación del sector manufacturero o una disminución de la deflación en China... pero estos factores son aún inciertos. Mientras Europa no experimente un shock de productividad, como la América de Trump, confirmamos nuestra preferencia por el mercado estadounidense (véase nuestro artículo de la página 12).**

#### Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

#### Anthony Toupin

Senior Research analyst, Global Investment Research

## CHINA ES ASUNTO DE TODOS

China lucha actualmente por superar la deflación interna. Pero se han anunciado una serie de medidas monetarias y fiscales para atajar los puntos débiles de la economía del país.



### UNA DESACELERACIÓN CON CONSECUENCIAS MUNDIALES

China, antaño motor del crecimiento mundial, lucha ahora por superar una deflación interna provocada por el colapso autoinfligido del mercado inmobiliario. Debe responder a las acusaciones de sobreproducción en sus exportaciones a los mercados desarrollados y también se prepara para un enfrentamiento con Estados Unidos en la era Trump 2.0 en 2025 y más allá.

La ralentización de China fue la razón más citada para explicar la debilidad de las multinacionales durante las últimas publicaciones de resultados trimestrales de las empresas industriales, desde bienes de consumo hasta artículos de lujo, especialmente en Europa.

La excepción del mercado bursátil estadounidense también es atribuible en parte a China. Aunque sigue siendo el número dos en términos de capitalización bursátil por detrás de Estados Unidos, el mercado bursátil chino ha perdido más de 6 billones de dólares desde su máximo en 2021. La brecha entre ambos se ha ampliado de 29 billones de dólares a 43 billones en solo tres años (1).

Los inversores internacionales y nacionales en renta variable china han sufrido importantes pérdidas anuales durante más de tres años consecutivos. La valoración del MSCI China se ha mantenido por debajo de su media a largo plazo de 11,5 veces el PER desde 2021, y por debajo de 10 veces el PER (es decir, un descuento de más de una desviación típica) la mayor parte del tiempo en 2023 y 2024 (2).

### PRINCIPALES MEDIDAS DE ESTÍMULO

Pero al igual que China ha pasado de la política de COVID cero a las cero restricciones, resulta que ha decidido resolver primero sus propios problemas.

Desde finales de septiembre, se ha anunciado una serie de medidas monetarias y fiscales para atajar los puntos débiles de la economía del país: la confianza de los consumidores, es decir el poder adquisitivo de los más de 300 millones de personas de clase media que tienen una mayor tasa de ahorro tras la pandemia y que se ven lastrados por el efecto riqueza negativo vinculado a la ralentización del mercado inmobiliario.

Un trío de recortes del RRR, los tipos de interés oficiales y los tipos hipotecarios; 800.000 millones de RMB de apoyo al mercado bursátil para fomentar las recompras de acciones; y un programa de canje de deuda local de 10 billones de RMB a cinco años, además de gestionar las expectativas del mercado, lo que marca un claro giro en su política económica.

### El mercado bursátil chino podría no defraudar en 2025.

Se trata de un cambio de rumbo importante, pero aún no entra en la categoría del famoso Whatever-it-takes (cueste lo que cueste). El crecimiento del PIB chino podría seguir bajo presión en 2025. Pero, a diferencia de otras economías, el rendimiento de la renta variable china no ha estado históricamente muy correlacionado con el crecimiento del PIB. La capitalización bursátil total de las acciones chinas equivale tan solo al 65% del PIB, frente a casi el 200% del PIB del mercado bursátil estadounidense (3). Así pues, es posible que el parque chino no decepcione en 2025 (como lo ha hecho hasta ahora en 2024), si los inversores gestionan mejor sus expectativas, lo que podría estar ya ocurriendo.

El mercado chino retrocedió tras la última reunión de la Asamblea Popular Nacional, sobre todo los valores de consumo, ya que los argumentos a favor de la reflación han perdido fuerza. La rotunda victoria de los Republicanos en las elecciones estadounidenses también ha puesto a todos los inversores a la defensiva: unos aranceles más elevados implican un mayor margen para la depreciación del yuan chino (CNY) y el nombramiento de personas que odian a China en la Administración Trump supone un aumento de la tensión en las negociaciones comerciales (si es que llegan a celebrarse). Del mismo modo, la probable reorientación de la cadena de suministro para evitar los elevados aranceles empeoraría los ya de por sí escasos márgenes de los fabricantes chinos.

### UN REEQUILIBRIO HACIA LAS EMPRESAS PRIVADAS

Sin embargo, creemos que China está reevaluando el equilibrio entre las empresas estatales

y las privadas, ya que esta vez se han revisado las prioridades: es hora de que el sector privado vuelva a brillar, ya que aporta el 50% del PIB, el 60% de los ingresos fiscales, el 70% de las patentes de propiedad intelectual y el 80% de la creación de empleo, y representa el 90% del tejido empresarial chino. Dada la urgencia de la situación, el discurso chino está pasando claramente de la Prosperidad Común al Gato Negro, Gato Blanco (4): no importa si un gato es negro o blanco, mientras cace ratones.

Dirigir un cambio así en las complicadas circunstancias actuales no es tarea fácil, pero creemos que el péndulo ha oscilado. Puede que al principio se mueva lentamente, ya que acaba de llegar al extremo y ha dado marcha atrás, pero se acelerará hasta alcanzar pleno impulso. Esperamos medidas de estímulo adicionales para compensar los posibles vientos en contra de los aranceles. La vuelta al pragmatismo es un antídoto indispensable para el problema de deflación de China y seguirá siendo la mejor solución al desafío Trump 2.0, lo que en última instancia hará que China sea menos problemática para todos sus socios comerciales.

En el plano de la inversión, seguimos viendo grandes posibilidades de que las empresas del sector privado del mercado chino cambien de rumbo en 2025, en vista de las bajas valoraciones, las escasas expectativas y el perfil más matizado de los dirigentes en asuntos geopolíticos esta vez.

**Xiadong Bao**

Fund Manager, Edmond de Rothschild Asset Management

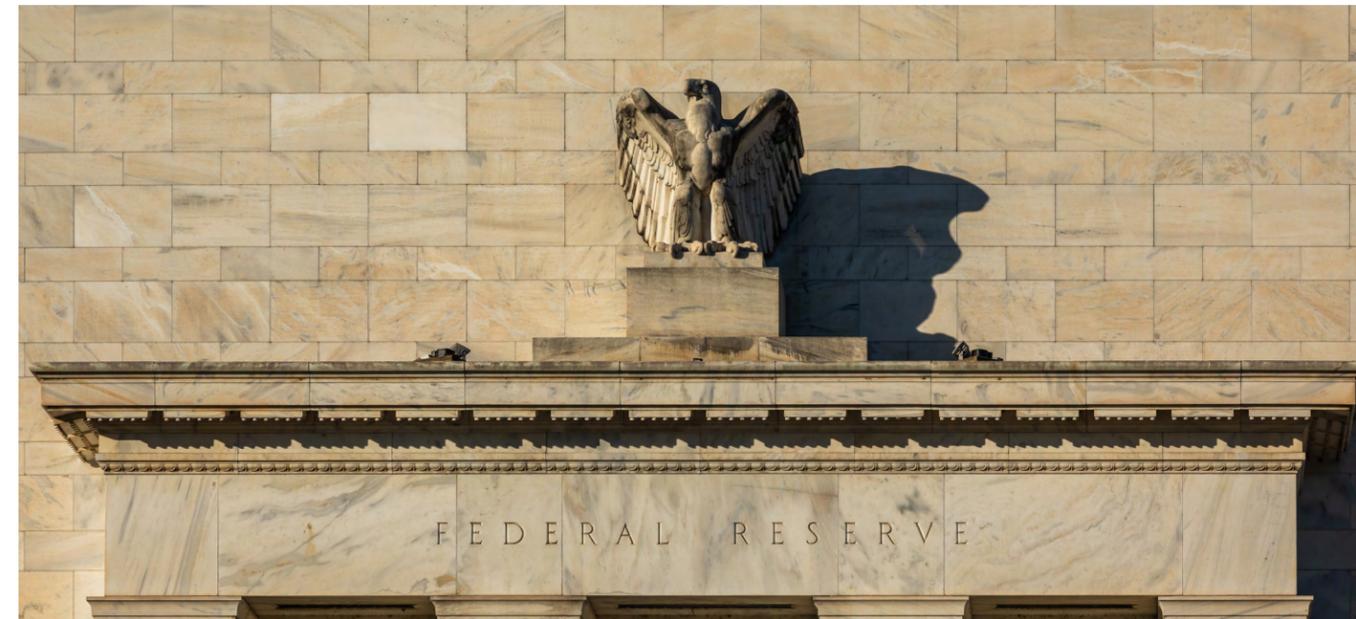
La renta variable china está demasiado barata como para ignorarla



(1) Fuente: Combinación de los mercados de China y Hong Kong frente al mercado estadounidense, diciembre de 2021 frente a agosto de 2024 y frente a noviembre de 2024 (2) Fuente: Bloomberg, Nov. 2024 (3) Fuente: Banco Mundial, Nov. 2024 (4) Teoría del gato (Deng Xiaoping, exdirigente chino)

# LA EXCEPCIONALIDAD ESTADOUNIDENSE: ¿CUÁL ES EL IMPACTO EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA?

Dado que es probable que la relajación monetaria de la Reserva Federal sea menor de lo previsto debido a la política de crecimiento, déficits y aranceles de Trump, es probable que los rendimientos de la deuda pública y corporativa sigan siendo más elevados en EE. UU. que en el resto del mundo desarrollado.



El resultado de las elecciones estadounidenses y la victoria total de los republicanos acentuarán la excepcionalidad estadounidense en los próximos meses y años. ¿Cuáles son sus características? Un crecimiento más sólido gracias a una política fiscal marcadamente expansiva, una política monetaria cada vez menos restrictiva, una capacidad de innovación apoyada en el mayor mercado de capitales del mundo y una moneda que sigue siendo la más utilizada en el comercio mundial a pesar de la aparición de nuevos actores. En pocos años hemos pasado de un mundo globalizado, en el que todo el mundo comerciaba con todo el mundo y se

hacía hincapié en el menor coste de capital y de producción, la construcción de una red de distribución globalizada y un modelo de entrega/almacenamiento basado en el «justo a tiempo», a un mundo de deslocalización y proximidad, un mundo en el que el proteccionismo va en aumento y la cooperación, en declive.

En este contexto, Estados Unidos hará lo que sea mejor para el país, y si eso pasa por financiar su gasto mediante aranceles y más proteccionismo, eso es lo que intentará hacer. En nuestra opinión, esta evolución debería acentuar las divergencias económicas entre Estados

Unidos y el resto del mundo y tener un impacto duradero en la evolución de la política monetaria y, por tanto, de los tipos de interés en las distintas regiones económicas.

**UNOS TIPOS MÁS ELEVADOS EN ESTADOS UNIDOS QUE EN EL RESTO DEL MUNDO**

La reacción de los mercados a la elección de Trump como presidente de Estados Unidos y a la victoria de los republicanos en el Congreso es clara: los activos estadounidenses han superado a los del resto del mundo, tanto en el mercado de renta variable como en el de renta fija privada. Esta rentabilidad superior se deriva del ajuste al alza del crecimiento y la inflación para Estados Unidos que debería generar la política fiscal expansiva de los republicanos. En consecuencia, tras el repunte poselectoral, los diferenciales de rentabilidad entre los bonos corporativos con grado de inversión (IG) y los bonos del Tesoro estadounidense con el mismo vencimiento alcanzaron niveles que fueron casi los más ajustados de la historia del índice Bloomberg IG, que se remonta a 1997.

Para el mercado de renta fija estadounidense, las perspectivas de una política fiscal favorable al gasto y la inversión y una política de aumento de los aranceles tienen una consecuencia importante: la relajación monetaria de la Fed será menor de lo previsto y menos pronunciada que en los demás grandes países desarrollados, lo que se traducirá en tipos de la deuda pública más altos en Estados Unidos que en otros lugares. Por ejemplo, el Banco de Canadá ya ha recortado sus tipos de referencia 125 puntos básicos en 2024, frente a los 75 puntos básicos de la Fed. Aunque las dos economías están muy próximas en términos de ciclo, el diferencial de tipos entre los bonos del Tesoro estadounidenses y canadienses a 10 años nunca ha superado los 100 puntos básicos desde 1990. Este diferencial de tipos ha pasado de 77 puntos básicos en enero de 2024 a 120 puntos básicos en noviembre de 2024. El diferencial con los tipos alemanes a 10 años, que superaron el 2% tras la victoria de Trump, también está en máximos desde 2020; representa menos del 3% de los casos desde 1990. Solo los tipos británicos se mantienen por encima de los estadounidenses, y así ha sido desde el Brexit debido al mayor riesgo inflacionista y a las tensas finanzas públicas tras el complicado periodo durante el mandato de Liz Truss.

**Creemos que la rentabilidad total de la deuda pública estadounidense seguirá siendo superior a la inflación y a la de los bonos del Tesoro de los demás países del G7.**

Esta divergencia, derivada de unas perspectivas de crecimiento e inflación más favorables en Estados Unidos que en otros países, se refleja también en las previsiones de política monetaria de las distintas regiones. En 2025, los mercados monetarios solo esperan dos recortes de tipos por parte de la Fed, frente a cuatro del BCE, otros cuatro del Banco de Canadá y tres del Banco de Inglaterra. Así, en términos de tipos de referencia, los mercados sitúan los tipos de la Fed a finales de año en el 3,9%, frente al 1,75% del BCE, el 2,75% del Banco de Canadá y el 3,75% del Banco de Inglaterra. Creemos que la rentabilidad total de la deuda pública estadounidense seguirá siendo superior a la inflación y a la de los bonos del Tesoro de los demás países del G7.

**LA DEBILIDAD DEL CRECIMIENTO EUROPEO LASTRARÁ LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA**

Desde septiembre de 2024, la previsión de crecimiento para Europa en 2025 según el consenso de Bloomberg ha caído del 1,4% al 1,2%, mientras que para Estados Unidos ha subido del 1,7% al 1,9%. El lento crecimiento de Europa se debe a la menor demanda china de productos manufacturados europeos, y en particular, alemanes; a unos costes energéticos más elevados que en Estados Unidos; y a una falta de inversión que está lastrando el aumento de la productividad en la industria y los servicios. Además, los consumidores europeos tienden a ahorrar, mientras que los estadounidenses gastan cualquier ingreso extra que obtengan. Por último, el riesgo de una crisis política también ha aumentado en Europa en 2024, en Francia con la elección de un gobierno sin mayorías encargado de reducir el déficit presupuestario del país y en Alemania, con el anuncio de nuevas elecciones parlamentarias tras el colapso de la coalición en el poder.

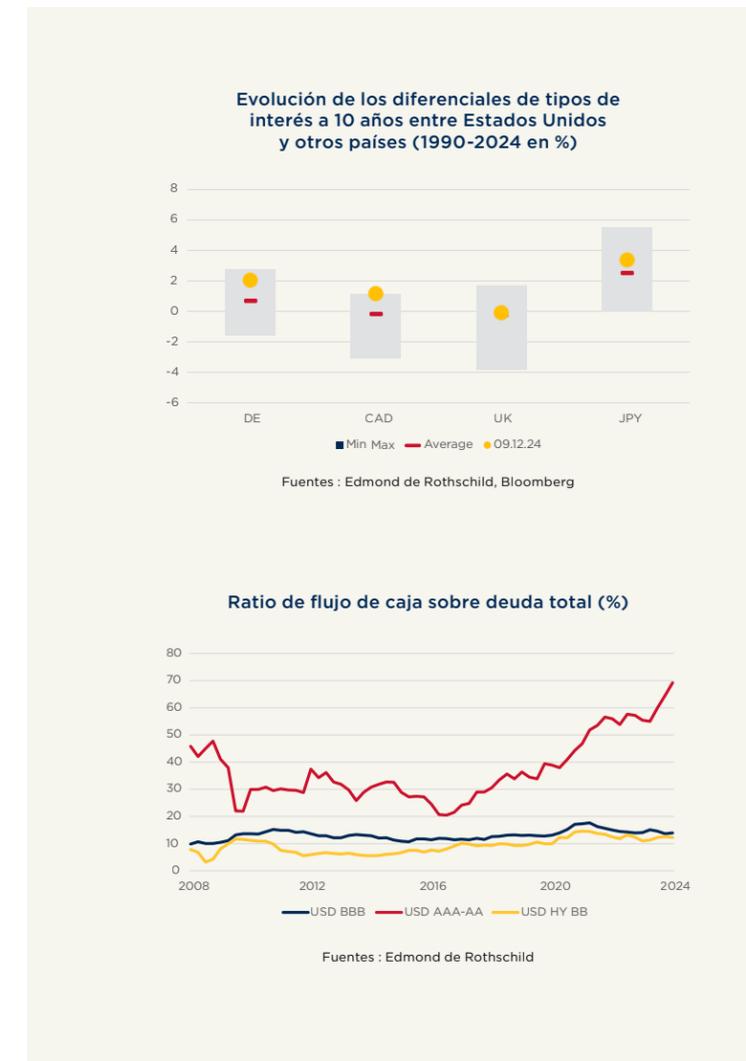
En este contexto, creemos que la sostenibilidad

de la deuda de los países europeos debería convertirse en una cuestión cada vez más importante en el mercado de deuda pública en 2025. Así lo ilustran, por ejemplo, el cambio de calificación de las perspectivas de la deuda francesa y el aumento del diferencial de tipos de interés entre los bonos alemán y francés a 10 años: este era de 80 puntos básicos en diciembre de 2024, frente a una media de 53 puntos básicos en 2023. El coste de la deuda francesa está incluso al mismo nivel que la griega. Las agencias de calificación también podrían modificar en los próximos trimestres sus perspectivas para Italia, que exhibe asimismo un nivel de deuda elevado y un déficit importante (más del 7% del PIB en 2024; es decir, superior al de Francia).

Aunque el BCE puede relajar su política monetaria porque la inflación está bajo control y las perspectivas fiscales son más restrictivas que en Estados Unidos, creemos que el potencial de caída de los tipos a largo plazo en Europa es limitado. En efecto, la dinámica de crecimiento anémico no permitirá una reducción significativa de los déficits y de la deuda en la mayoría de los países europeos, lo que debería mantener el riesgo soberano en un nivel más elevado que en otros lugares y, por tanto, limitar la caída de los tipos de interés a largo plazo. Por lo tanto, creemos que la deuda pública europea resulta poco atractiva y es probable que sufra un aumento de la volatilidad debido a las incertidumbres políticas, tanto internas, con Gobiernos inestables en algunos países, como externas, con posibles tensiones comerciales con Estados Unidos. Es probable que la volatilidad predomine en Francia, dadas las incertidumbres políticas. Del mismo modo, en Alemania, el candidato de la CDU y posible futuro Canciller, Friedrich Merz, ha anunciado su intención de revisar el sagrado mecanismo de freno de la deuda del país, con el fin de financiar la inversión productiva que Alemania necesita. Esto podría provocar una mayor volatilidad en los bonos alemanes.

**DIFERENCIALES DE CRÉDITO AJUSTADOS A LARGO PLAZO**

¿Cuáles son las repercusiones para los mercados de deuda corporativa de la subida de los tipos de la deuda pública en Estados Unidos y del aumento del riesgo soberano y de la volatilidad en Europa? Aunque aún no conocemos con certeza el alcance o el calendario de la



política fiscal en Estados Unidos, el aumento de las previsiones de crecimiento en este país debería favorecer la rentabilidad de las grandes empresas expuestas al ciclo estadounidense. Esto se aplica a la gran mayoría de las empresas en Estados Unidos, pero también a los grandes grupos europeos que tienen una exposición considerable a la economía estadounidense, ya sea a través de las exportaciones o de las inversiones al otro lado del Atlántico.

Mientras el riesgo de recesión siga siendo bajo en Estados Unidos, es probable que los inversores en deuda corporativa se centren en dos puntos clave. El primero es la señal del mercado de tipos de interés. Hasta ahora, los diferenciales

se han mostrado notablemente resistentes a una subida significativa de los tipos, manteniendo los costes de endeudamiento relativamente moderados. Sin embargo, cualquier nueva subida de tipos debida a la incertidumbre de la política comercial sería más difícil de absorber y ejercería una presión adicional sobre los costes de financiación, especialmente para las empresas más endeudadas. En segundo lugar, aunque es probable que las renovadas tensiones comerciales pesen sobre el crecimiento de la zona euro, seguimos pensando que los mercados de deuda corporativa, a diferencia de los de deuda pública, son un indicador imperfecto para pronunciarse sobre la divergencia de crecimiento entre EE. UU. y la zona euro.

**El aumento de las previsiones de crecimiento en este país debería favorecer la rentabilidad de las grandes empresas expuestas al ciclo estadounidense.**

En nuestra opinión, es poco probable que los diferenciales de crédito europeos, en particular los de las empresas con mejores calificaciones, se amplíen mucho en los próximos trimestres. Esto se debe a que la sensibilidad relativamente baja de la predisposición por el riesgo crediticio a los datos de crecimiento protege a este segmento de una ralentización del ciclo europeo. Además, la perspectiva de un ciclo de relajación más marcado por parte del BCE y la fuerza de los factores técnicos, como la demanda estructural de los inversores institucionales en Europa (que tienen una gran asignación estratégica a los bonos de alta calidad), deberían limitar el riesgo de una ampliación significativa de los diferenciales del euro. Incluso en caso de una guerra comercial o de una crisis política en el Viejo Continente que provocara una falta de confianza en determinadas deudas públicas europeas. Las estimaciones de nuevas emisiones para 2025 muestran que el pago de cupones absorberá probablemente más del 60% de la oferta neta de títulos de alta calidad y alto rendimiento denominados en USD durante el año. Por último, los resultados empresariales del tercer trimestre muestran que la interacción entre el crecimiento

de los beneficios y el crecimiento de los gastos por intereses se ha movido en una dirección más positiva, lo que debería ayudar a contener el riesgo idiosincrático. Además, creemos que el elevado nivel actual de las rentabilidades seguirá respaldando la demanda técnica en los mercados del dólar y del euro.

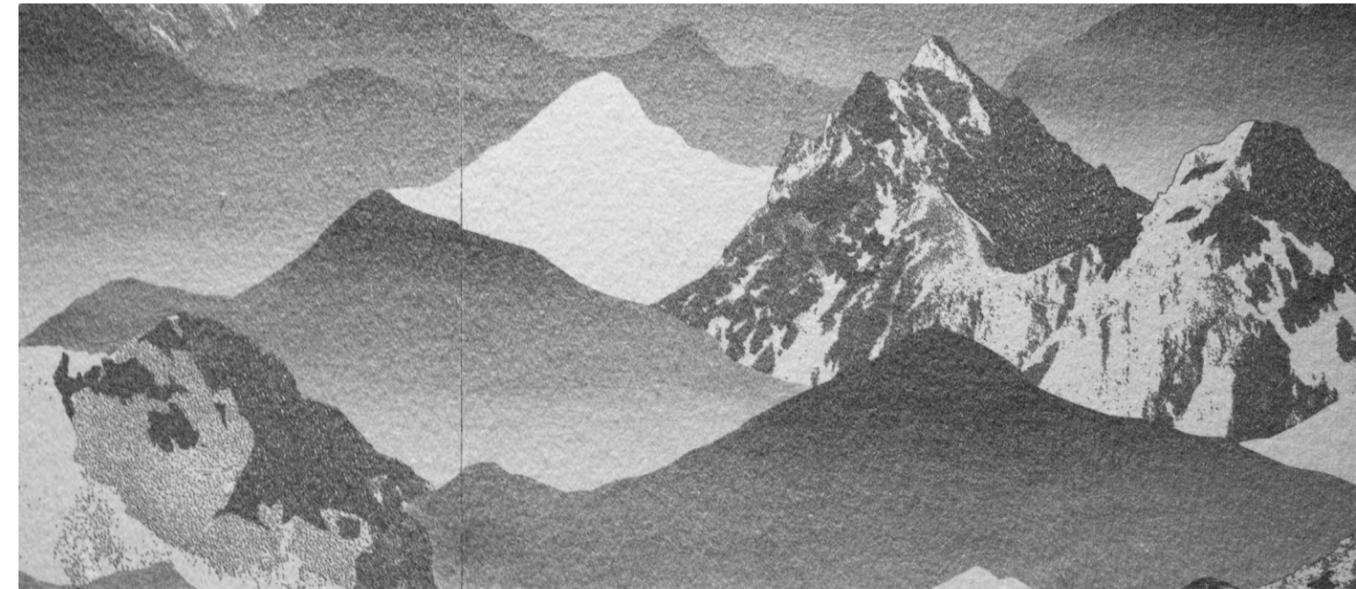
En conjunto, estos catalizadores justifican nuestra visión positiva sobre los bonos corporativos de alta calidad, mientras que la incertidumbre sobre el alcance de la política económica, y su impacto en los tipos de interés, junto con la carga que estos últimos suponen para las empresas más endeudadas, refuerzan nuestra postura prudente en cuanto a la deuda pública y los bonos de alto rendimiento. Sigue habiendo oportunidades en este último segmento (véase la página siguiente).

**Guilhem Savry**

Head of Strategy Research, Global Investment Research

## ¿ES EL ENTORNO DE MERCADO ACTUAL FAVORABLE PARA EL SEGMENTO DE BONOS HIGH-YIELD?

Con un crecimiento económico que, en general, muestra signos de resistencia y unos tipos de interés en proceso de normalización, el mercado de alto rendimiento (o bonos de mayor riesgo) se beneficia actualmente de un entorno más favorable. Los bonos de este segmento ofrecen rendimientos atractivos, pero es importante mantener un enfoque selectivo.



Tapisserie, Four Seasons Hotel, Megève

Este segmento ha pasado varios años difíciles, primero por la crisis sanitaria, luego por el conflicto entre Rusia y Ucrania y, por último, por la subida de los tipos de interés para contrarrestar las presiones inflacionistas. Ahora el contexto es más favorable. Los tipos de interés han retomado una trayectoria descendente y deberían volver progresivamente a la normalidad.

Además, los emisores de alto rendimiento deberían resistir bien si se confirma la actual hipótesis de aterrizaje suave. Estos emisores, que se habían mantenido alejados del mercado de deuda corporativa durante algún tiempo,

anticiparon correctamente la refinanciación del muro de deuda. La emisión bruta, que se redujo a 15.000 millones de euros en 2022, alcanzó los 45.000 millones de euros el año pasado y los 75.000 millones de euros este año (en comparación, históricamente, con los 80.000 millones de euros de un año normal). Esperamos que el mercado primario siga mostrando dinamismo en 2025. Este movimiento de refinanciación ha dado lugar a un desplazamiento de los vencimientos de los bonos de 2024-2025 a 2029-2030, reduciendo así el riesgo de refinanciación, al menos a corto y medio plazo.

## Los emisores de alto rendimiento deberían resistir bien si se confirma la actual hipótesis de aterrizaje suave.

Por otra parte, la tasa de morosidad, aunque parece aumentar hasta situarse en torno al 3%, sigue siendo moderada y está bajo control (salvo en caso de recesión, que sería muy perjudicial para el mercado de alto rendimiento). Es cierto que algunas empresas, como Altice, Casino o incluso Atos en Francia, se han visto obligadas a reestructurar su deuda, pero las dificultades que experimentaron eran específicas de su situación y no generaron un efecto sorpresa negativo que perjudicara al mercado de alto rendimiento en su conjunto.

### ¿CÓMO EVOLUCIONAN LAS RENTABILIDADES?

La rentabilidad global de los bonos high yield denominados en euros es actualmente del 5,5%, un 1% por encima de la media de los últimos diez años. El cupón medio está aumentando a medida que las empresas se refinancian y ha alcanzado el 6,5% para todas las emisiones desde principios de 2024 en Europa. Además, los bonos high yield tienen una sensibilidad relativamente baja a los tipos de interés, en torno a los tres años, inferior a la de los bonos con grado de inversión. Por todas estas razones, la exposición al segmento de high yield ha empezado a aumentar en las asignaciones de activos, especialmente porque los inversores necesitan encontrar alternativas a los fondos del mercado monetario, cuyas rentabilidades son cada vez menos atractivas a medida que bajan los tipos de interés. En particular, existe un gran apetito por las estrategias de carry de renta fija. Las entradas en fondos con vencimiento, que permiten a los inversores capitalizar las altas rentabilidades actuales, ascienden a 15.000 millones de euros desde principios de año (todas las calificaciones combinadas), además de los 25.000 millones de euros ya recaudados en 2023.

Por último, aunque las primas de crédito medias se sitúan en 330 puntos básicos, una media histórica bastante baja, es importante relativizar esta cifra. Debido a la falta de emisiones en 2021 y 2022, el vencimiento medio del conjunto de bonos de alto rendimiento se ha acortado mucho (lo que implica una caída del vencimiento medio de los índices de bonos de alto rendimiento denominados en euros), dejando así mucho peso aún a los vencimientos cortos de 1 a 3 años y, por tanto, a emisiones con primas muy bajas. En cambio, las nuevas emisiones primarias en 2024 siguen ofreciendo primas muy interesantes, cercanas a 500 puntos básicos en las calificaciones B y a 320 puntos básicos en las calificaciones BB.

### ¿CÓMO DEBEN ORIENTARSE LAS ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN?

Hay que tener en cuenta que el high yield es un universo de nicho: unos 300 emisores para una masa total de deuda en euros de 400.000 millones, frente a 900 emisores y 2,5 billones de euros para el mercado de grado de inversión en euros. Las empresas con este tipo de calificación son más vulnerables a los ciclos económicos, debido a su menor tamaño y/o mayor nivel de endeudamiento.

## En términos sectoriales, existen enormes disparidades de rentabilidad, que tenemos en cuenta en todas nuestras estrategias de renta fija, ya sea de vencimiento fijo o a corto plazo.

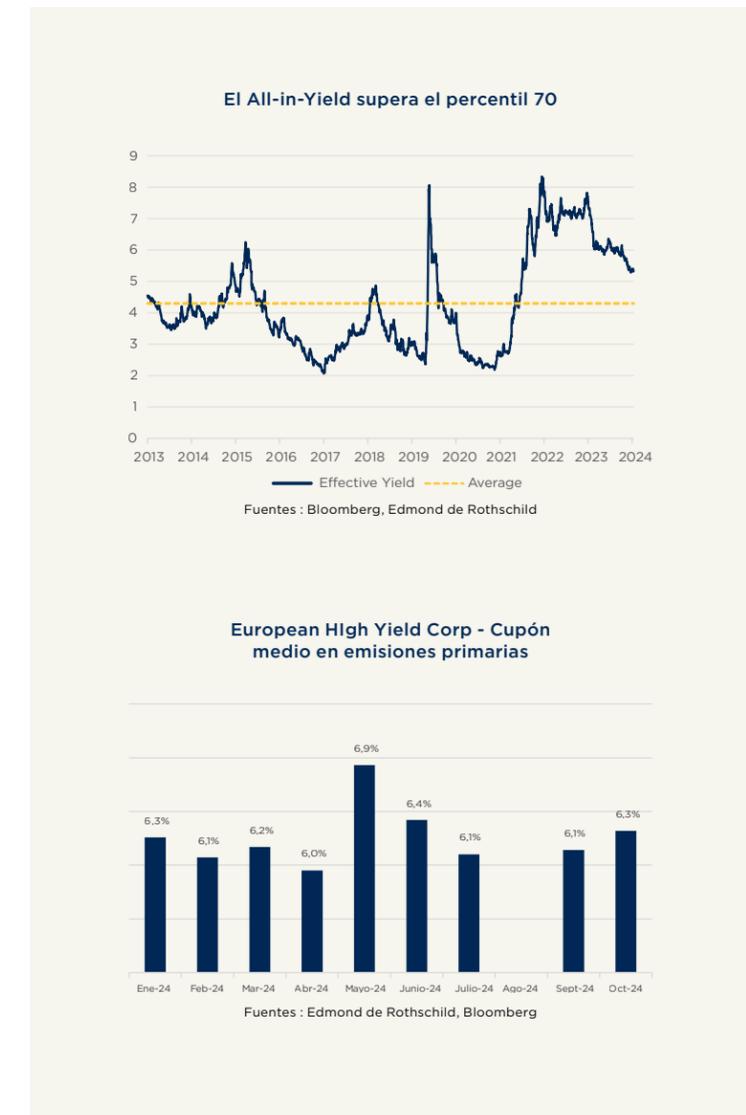
Así pues, hemos aumentado nuestra exposición al sector inmobiliario, que se había visto duramente afectado por la subida de los tipos de interés en 2022. Las expectativas de una bajada de tipos, que ya se han materializado, han insuflado nueva vida al sector y le han permitido volver a mostrar sus características defensivas. En nuestra opinión, su potencial de rentabilidad, que sigue mostrando descuento, no se ha agotado, y algunos emisores podrían experimentar mejoras en su calificación.

También estamos expuestos a las telecomunicaciones y los productos farmacéuticos, dos sectores tradicionales de high yield con elevadas ponderaciones. Ambos están, por naturaleza, menos expuestos a los altibajos del ciclo. Seguimos de cerca todos los sectores relacionados con la nueva construcción (materiales, productos químicos) en previsión de una rotación gradual. Estos sectores se encuentran actualmente en la parte baja del ciclo, pero podrían beneficiarse del repunte del sector inmobiliario en los próximos trimestres.

Por último, esperamos un fuerte retorno de las fusiones y adquisiciones (M&A): las favorables condiciones de financiación y las valoraciones razonables en el segmento de mediana capitalización deberían fomentar el retorno de las OPA por parte del capital inversión y el capital riesgo, y la estructuración de nuevas compras apalancadas (LBO), mientras que la necesidad de seguir siendo competitivos en determinadas regiones y sectores (por ejemplo, el sector del automóvil en Europa, véase la página 16) favorecerá las fusiones y otras empresas conjuntas estratégicas. Las elecciones estadounidenses han sido un catalizador, y los diferenciales podrían reducirse como consecuencia de ello.

### Alexis Foret

Portfolio Manager - Head of High Yield,  
Edmond de Rothschild Asset Management



## UNA NECESIDAD SOBERANA DE RESILIENCIA

Después de 30 años de “feliz” globalización, el mundo es un lugar distinto tras la pandemia, golpeado por el riesgo geopolítico y plagado de ciberataques diarios, con unos ciudadanos que buscan protección. Las perspectivas bursátiles son especialmente atractivas para las empresas expuestas a la temática de la seguridad, que ofrecen a los inversores y al público en general la resiliencia que tanto necesitan.



### FIN DEL PARENTESIS PERFECTO

Desde la década de 1980 hasta principios de la de 2020, el mundo vivió lo que algunos podrían llamar un paréntesis perfecto. Este ciclo de unos cuarenta años fue testigo del retroceso de las grandes ideologías, la reducción de las barreras aduaneras, el calentamiento geopolítico y la aceleración de la globalización. En Occidente, asistimos al auge del liberalismo económico, a la caída del Muro de Berlín y a la entrada de China en la OMC.

Hoy, ese periodo de distensión parece muy lejano. Ni que decir tiene que el entorno mundial se ha deteriorado. El auge del populismo, el resurgimiento de la política y el riesgo geopolítico han arraigado en nuestro entorno.

Este cambio tendrá importantes consecuencias económicas, por lo que debe tenerse en cuenta en el posicionamiento de todas las estrategias de inversión. Al igual que el ciclo iniciado en los años ochenta resultó beneficioso para las empresas que encarnaban la globalización feliz (industrias exportadoras, sectores de moda y artículos de lujo, tecnología, ocio, etc.), el ciclo venidero permitirá a algunas compañías con perfiles muy diferentes obtener resultados superiores a largo plazo.

### UN NUEVO TIPO DE EMPRESA PARA UN RENDIMIENTO SOSTENIBLE

Varias tendencias destacan ya como muy favorables. Entre ellas, el aumento del gasto militar y de las soluciones de ciberseguridad. Estas dos dimensiones reflejan el aumento sostenido del riesgo geopolítico y el crecimiento inexorable de la necesidad de inversión. Si nos fijamos solo en la OTAN, la infra inversión en equipamiento militar ha alcanzado los 1,4 billones de dólares en treinta años, en comparación con lo previsto en la carta fundacional de la organización. Del mismo modo, la protección física de las personas se beneficiará de constantes factores de apoyo. Lo mismo cabe mencionar de la demanda de soluciones de medicina preventiva; es decir, equipos que puedan utilizarse para hacer frente a situaciones de emergencia o de estrés repentino: producción de vacunas, equipos de diagnóstico molecular, etc.

La composición actual de los índices financieros refleja tres décadas de “feliz” globalización.

Un denominador común entre las empresas que obtendrán buenos resultados será su capacidad de resiliencia; es decir, la capacidad para decidir su propio destino con independencia de las convulsiones políticas, geopolíticas y económicas. Por lo general, serán empresas con un alto nivel de integración vertical, que no dependen excesivamente de componentes importados y generan un porcentaje considerable de sus ventas en su mercado nacional. Su fortaleza dependerá también de su probada solidez financiera, reflejada en un bajo nivel de endeudamiento.

La composición actual de los índices financieros refleja tres décadas de “feliz” globalización, con una preponderancia de las empresas exportadoras activas en los servicios o la tecnología en los primeros puestos de la clasificación. Por el contrario, el peso de las firmas puramente industriales ha disminuido en los últimos veinte años bajo el yugo de la competencia de los países asiáticos. Las empresas que podríamos calificar de “resilientes”, por su parte, tienen una presencia relativamente reducida entre las 100 primeras, por lo que creemos que sus perspectivas bursátiles son especialmente atractivas. Hoy en día se encuentran «bajo el radar» y están relativamente infravaloradas. Su capacidad para capear el contexto geopolítico que se está configurando actualmente las convertirá en las grandes ganadoras del mañana. ¡Aún está a tiempo de posicionarse!

**Aymeric Gastaldi**

Fund Manager, Edmond de Rothschild Asset Management

## ¿Y SI POR FIN VOLVIERA LA INFLACIÓN?

El ciclo generalizado de bajadas de tipos por parte de los principales bancos centrales se ha hecho esperar, ya que llevó un tiempo frenar la inflación y acercarla, de media, al mágico 2% de subida anual del índice de precios. Cuando todo parecía bajo control, la elección de Donald Trump como presidente de Estados Unidos volvió a barajar las cartas. Las medidas proteccionistas anunciadas en forma de aranceles punitivos reavivan el fantasma de la guerra económica y el riesgo de un repunte de la inflación tanto a nivel nacional como internacional.

### TRUMP, UN APOYO PARA EL DÓLAR

Los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos empezaron a repuntar el 4 de octubre en respuesta a una creación de empleo muy superior a la prevista (ver gráfico 1). Tal dato implicaba una menor necesidad de apoyar la economía con tipos bajos y también el riesgo de un regreso de la inflación a través del consumo interno. Desde entonces, el índice de precios ha repuntado del 2,4% en septiembre al 2,6% en octubre. Es probable que el plan del nuevo presidente de EE. UU. de gravar las importaciones chinas con un 60% y las del resto del mundo con entre un 10% y un 20%, bajar impuestos y reducir la normativa vuelva a impulsar los precios al alza. Las respuestas de los países afectados en el plano de la guerra económica deberían tener un efecto similar a escala internacional. La amplitud y la duración del ciclo general de relajación monetaria se ponen pues en tela de juicio, en primer lugar en Estados Unidos. Aunque Jerome Powell ha confirmado la independencia de la Reserva Federal frente a las ansias de control de Donald Trump, la salud de la economía —mejor de lo esperado— y el repunte del índice de precios justifican una pausa en el ciclo, o incluso una revisión al alza del objetivo final de tipos. El efecto positivo que esto ha tenido en el carry del dólar estadounidense le está brindando un sólido apoyo a medio plazo en los mercados de divisas frente a la mayoría de las demás monedas.

### EL YEN, BAJO PRESIÓN POR LA INESTABILIDAD POLÍTICA EN JAPÓN

Esta situación plantea un grave problema al

Banco de Japón, que se encuentra inmerso en una crisis de credibilidad en un momento en que el país afronta su crisis política más grave en 15 años. El Partido Liberal Democrático, que ha gobernado el país desde la posguerra, ha perdido la mayoría en la Cámara de Representantes con un escándalo financiero como telón de fondo, y el recién nombrado primer ministro, Shigeru Ishiba, se ve incapaz de actuar. Sin estabilidad política, el yen pierde gran parte de su atractivo como valor refugio para los inversores internacionales. Por último, el banco central se muestra reacio a subir su tipo de interés de referencia a pesar del repunte de la inflación, dada la fragilidad de la economía japonesa. El claro riesgo de que el yen se deprecie más allá de los 155 yenes por dólar debería llevar al Banco de Japón y al Ministerio de Finanzas a intervenir tanto en los tipos de interés como en el mercado de divisas, para evitar que una caída en picado del yen perjudique aún más a una economía tambaleante.

### EL EURO CONTINÚA EN SU HORQUILLA Y EL FRANCO SUIZO DEBERÍA PERMANECER ESTABLE

En Europa, el contexto sigue siendo muy diferente, con una bajada de tipos justificada por la fragilidad de la economía y la posibilidad de que el BCE la lleve a cabo ahora que la inflación está bajo control. Todo ello favorecería una caída del euro frente al dólar. Sin embargo, en su política de «paso a paso», Christine Lagarde ha arrojado dudas sobre las próximas decisiones del BCE, sugiriendo que no descarta una pausa. Esta postura mantiene la paridad EUR/USD en su horquilla de fluctuación entre 1,0450 y 1,10.

El efecto positivo que esto ha tenido en el carry del dólar estadounidense le está brindando un sólido apoyo a medio plazo en los mercados de divisas frente a la mayoría de las demás monedas.

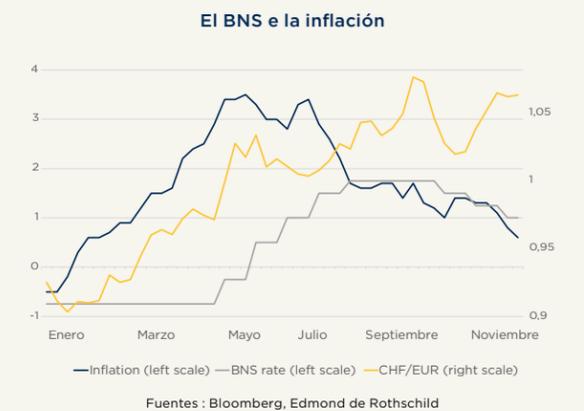
En Suiza, el BNS no está preocupado por el repunte de la inflación, ya que el índice bajó al 0,6% en octubre (véase el gráfico 2). El 13 de diciembre el SNB redujo su tipo de referencia en 0,5%, bajando hasta el 0,50%. La fortaleza relativa del franco suizo también aboga por una nueva bajada de los tipos para reducir el atractivo de la moneda helvética, más allá de su naturaleza de activo refugio. Un recorte suficiente para evitar un repunte del franco, pero no tanto como para permitir una caída sostenida. Todos los indicios apuntan a un grado de estabilidad cercano a los niveles actuales del mercado.

### PERSISTEN LOS CATALIZADORES PARA EL ORO

Por último, el oro está acusando la subida de los tipos de interés estadounidenses, pero debería seguir respaldado por el tenso entorno geopolítico, las compras regulares de los bancos centrales de los BRICS y su efecto diversificador en un mercado sujeto al riesgo de inflación.

### Jean-Marc Guillot

Group Treasurer



**NOTA**

El presente documento ha sido publicado por el grupo Edmond de Rothschild. Carece de valor contractual y se ha diseñado exclusivamente a efectos informativos. No puede ser comunicado a personas situadas en países o territorios en los que constituya una recomendación, una oferta de productos o servicios o una solicitud y cuya comunicación pueda, en consecuencia, contravenir las disposiciones legales y reglamentarias aplicables. Este documento no ha sido revisado ni aprobado por un regulador de algún país o territorio. Las cifras, los comentarios, las opiniones y/o los análisis contenidos en el presente documento reflejan la opinión del grupo Edmond de Rothschild sobre las tendencias de los mercados, sobre la base de su experiencia, sus análisis económicos y la información de que dispone en el momento de su elaboración, y están sujetos a cambios en cualquier momento sin previo aviso. Pueden dejar de ser exactos o pertinentes en el momento de su lectura, especialmente con respecto a la fecha de su redacción o debido a la evolución de los mercados. La finalidad de este documento es únicamente la de proporcionar información general y preliminar a quienes lo consulten y no debe utilizarse como base para ninguna decisión de inversión, desinversión o mantenimiento. El grupo Edmond de Rothschild no se hace responsable de ninguna decisión de inversión, desinversión o mantenimiento adoptada sobre la base de dichos comentarios y análisis. Por tanto, el grupo Edmond de Rothschild recomienda a todos los inversores que obtengan las distintas descripciones reglamentarias de cada producto financiero antes de invertir, con el fin de analizar los riesgos asociados y formarse su propia opinión con independencia del grupo Edmond de Rothschild. Se recomienda obtener asesoramiento independiente de profesionales especializados antes de realizar cualquier transacción basada en la información mencionada en este documento, con el fin de asegurarse, en particular, de que la inversión es adecuada para la propia situación financiera y fiscal. Las rentabilidades y volatilidades pasadas no garantizan rentabilidades ni volatilidades futuras, no son constantes en el tiempo y pueden verse afectadas independientemente por la evolución de los tipos de cambio. Fuente de información: salvo indicación en contra, las fuentes utilizadas en este documento son las del grupo Edmond de Rothschild. Este documento y su contenido no pueden ser reproducidos ni utilizados total o parcialmente sin la autorización del grupo Edmond de Rothschild. Copyright © grupo Edmond de Rothschild - Todos los derechos reservados

