

Análisis de Mercados 2025

Ricardo Gil
Deputy CIO



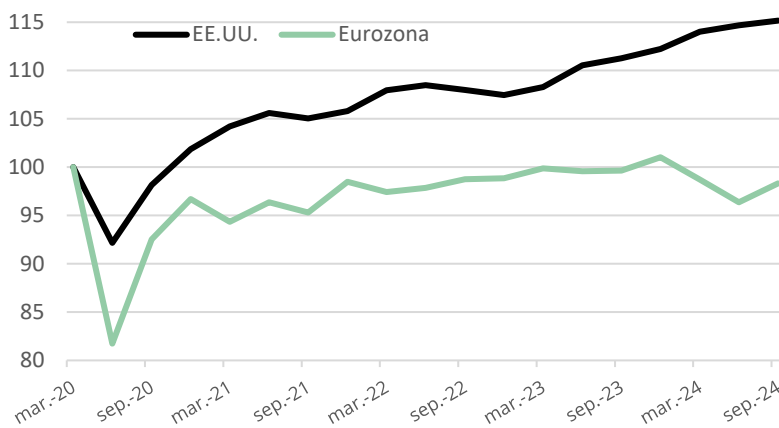
La implementación de las políticas económicas en EE.UU. y las “represalias” de los afectados van a marcar la evolución de los mercados el próximo año.

El punto de partida es de una macro global con crecimiento estable apoyada en la demanda interna y con EE.UU. como principal motor. Frente a las crecientes divergencias de crecimiento, las **bajadas de tipos e incluso estímulo fiscal en la zona Euro y China van a contribuir a paliar los problemas que puedan surgir por menores balanzas comerciales.** Bajo la superficie no obstante la **incertidumbre política que no ha dejado de aumentar** en el último mes (elecciones Alemanas en Febrero, problemas para aprobar presupuesto y posibles elecciones en Junio en Francia). En China los esfuerzos por conseguir los objetivos de crecimiento impulsando el crédito se van actualizando cada mes junto y se están viendo las primeras medidas preventivas frente a las tarifas (limitación de exportaciones de “tierras raras”).

En las expectativas para el **próximo año tenemos en cuenta que las acciones de los bancos centrales ya no van a ser sincronizadas y que la política va a prevalecer frente a la economía** (el gasto público está siendo la vía para paliar problemas en Japón, UK, Alemania, China, Brasil).

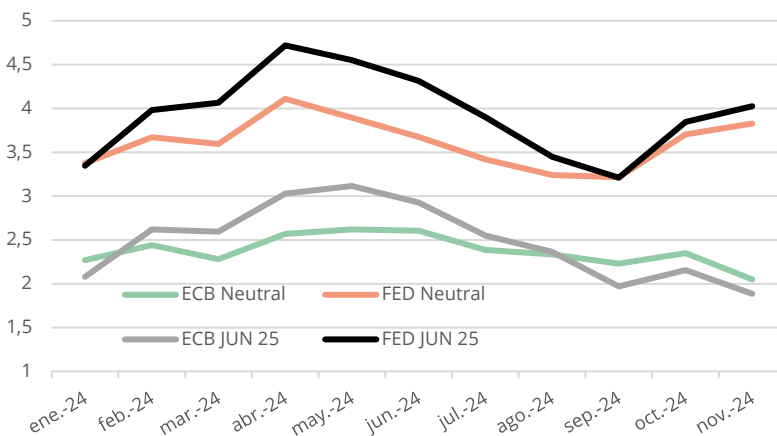
TRUMP 2.0 es el mayor shock que estamos viviendo y la principal fuente de volatilidad. La incertidumbre respecto a la velocidad y el modo de implementar sus políticas constituyen el principal factor de riesgo para los mercados en los próximos trimestres. Hasta la primera mitad del próximo año la macro va a seguir siendo favorable y con la posibilidad de que el crecimiento sorprenda al alza empujado por mayores pedidos adelantándose a las tarifas además los bancos centrales bajando tipos siguen estimulando demanda, el crédito bancario creciendo y los resultados empresariales al alza.

€ Inversión empresarial (marzo 2020=100)



El aumento de la inversión en EE.UU. ha sido una de las principales causas del “excepcionalismo” americano durante el año, con la deuda financiando los programas de capex (IRA, CHIPS). La nueva administración pretende que la inversión siga creciendo gracias a tarifas, desregulación y menores impuestos. Industrias estratégicas son los más favorecidas (semiconductores) pero se irán añadiendo conforme se aclare el nuevo plan de gobierno.

Bajadas de tipos



Bancos centrales seguros que las inflaciones van a volver a objetivo en la primera mitad de 2025 (si los precios de energía y bienes lo permiten). Los tipos para entonces deberían estar en la zona de “equilibrio” (2% Eurozona, 4% EE.UU.). Esto supone que el proceso desinflacionista habrá terminado y se empezarán a ver los primeros efectos en la economía real de las políticas de tarifas, déficit y endeudamiento.

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

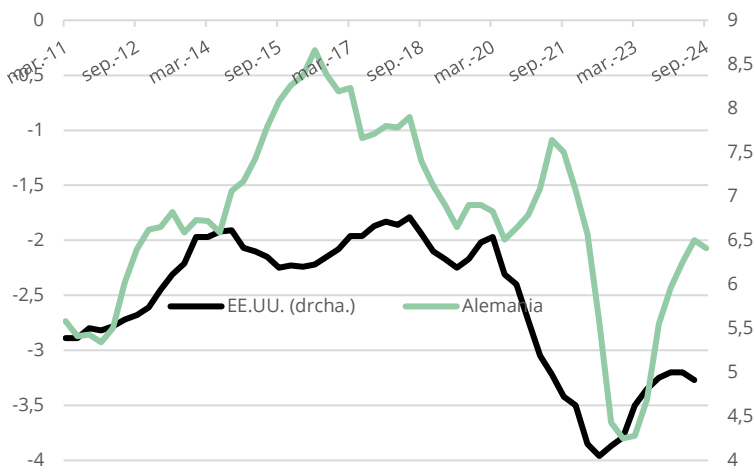
Es a partir de la segunda mitad de año cuando se podrán empezar a valorar los efectos en la economía real de las políticas y las “represalias” de los distintos países.

En principio la **desregulación y la bajada de impuestos** son las medidas más obvias para impulsar el **crecimiento** especialmente los menores requerimientos de capital para los bancos y la reducción de gasto público. La **presión a la baja vendría del lado de las tarifas**, aunque no esperamos que se produzcan todas de golpe (60% a bienes chinos y 10% a resto del mundo) formarán parte de una negociación que aumentará la incertidumbre. Así frente a un primer efecto positivo que esperamos ver en los próximos meses (Noviembre ha sido sensiblemente mejor en cuanto a actividad fuera de la UE de lo esperado) por un adelanto de los pedidos antes de las tarifas en cuanto se implementen subidas la actividad caerá.

El lado de la inflación es donde creemos que hay más riesgo, en EE.UU. por el efecto de las políticas inmigratorias que van a provocar aumentos en los salarios y en el resto del mundo por efecto de las tarifas. En nuestro escenario asumimos que el aumento de tarifas se traslada directamente en una subida del dólar, por el movimiento de la divisa creemos que, si **el escenario de subida de tarifas** es del 10%, todavía **no se ha reflejado** en los precios de los activos especialmente de los **bonos a largo plazo**.

Las políticas tienen como objetivo mantener el dólar como divisa de reserva global a la vez que impulsan la actividad manufacturera de EE.UU.. Las tarifas podrían conseguir este objetivo permitiendo un aumento de la demanda hacia manufacturas americanas mejorando la balanza comercial y reduciendo el déficit gracias a mayores ingresos del Tesoro con lo que la posición global de EE.UU. (déficit por cuenta corriente) mejoraría a costa del resto del mundo.

Déficit cuenta corriente % PIB



Eurozona (Alemania) y China han sido los “ahorradores” del mundo para financiar el déficit en EE.UU. Este equilibrio que se venía manteniendo desde los 90 ha permitido a los bonos americanos ser el activo refugio del mundo (60% de las reservas mundiales en dólares cuando es 26% de la economía global).

Las políticas TRUMP 2.0 van orientadas a cambiar esta situación utilizando las tarifas y la divisa como herramienta. El camino va a provocar volatilidad en los activos financieros.

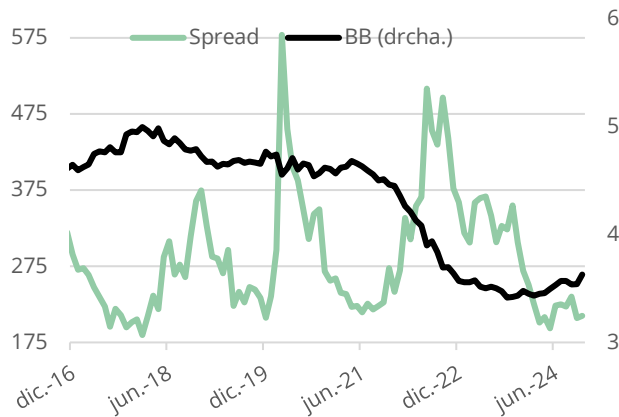
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Ante este entorno **seguiríamos manteniendo la estrategia de los últimos meses, renta variable americana y grandes compañías a nivel global.** El catalizador para empezar a tomar posiciones **agresivas en los sectores y mercados más castigados** (pequeñas compañías, Eurozona, China, emergentes) **todavía no se ha producido** pero creemos que el crecimiento va a seguir siendo positivo y que puede sorprender al alza en los próximos meses puede ser el comienzo de esa rotación con la renta variable haciéndolo mejor que la renta fija y mejor comportamiento de los activos que se han quedado más baratos en relativo.

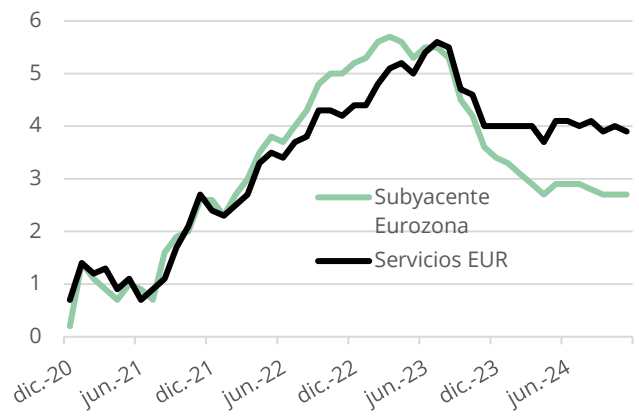
En **renta variable** seguiríamos teniendo una ligera **sobreponderación** con el peso más importante en renta variable americana apoyada por crecimientos de beneficios (menos impuestos, desregulación) y el “excepcionalismo” que han demostrado con los incrementos de productividad de los últimos trimestres. En el resto del mundo **preferimos posiciones en la Eurozona a emergentes.** Es cierto que las estimaciones de beneficios son algo optimistas pero la apreciación del dólar y el hecho de que los tipos de interés no bajen tanto como el mercado espera los dejan en una situación más vulnerable que la Eurozona. El **principal atractivo de la Eurozona** se podrá reflejar con un cambio de gobierno en Alemania más proclive a **aumentar el gasto** esto será evidente a partir del segundo trimestre y fundamentalmente en la segunda mitad del próximo año cuando las nuevas medidas se empiecen a implementar.



Diferencial y duración BB EUR



Inflación Eurozona



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

En **renta fija** esperamos rentabilidades positivas en los próximos doce meses pero el **riesgo de inflación** sorprendiendo al alza, especialmente en EE.UU., nos hace seguir siendo **cautos en la duración**. Los **diferenciales de crédito con la macro estable esperamos que sigan estrechándose** en los bonos entre BBB y BB. En **soberanos** creemos que las acciones del ECB pueden empujar todavía los bonos especialmente en los tramos **3-5 años**, En los plazos más largos aunque inicialmente van a estar apoyados por las bajadas de tipos, no vemos mucho valor con las pendientes acabando el año cercanas a 0 y un proceso desinflacionista que sólo continuará más haya de la primera mitad si el entorno macro empeora sustancialmente.

Como conclusión creemos que va a ser un año positivo para los activos de riesgo, no esperamos recesión ni subidas de tipos, con un cambio entre los sectores que empujan los índices pero con volatilidades más altas de las que hemos visto este año.



Posicionamiento de las carteras

Tipo de activo	Mes anterior	Cambio	Actual
Renta Fija	+	=	+
Gobiernos	+	=	+
Investment Grade	+	=	+
Crédito Emergentes	=	=	=
High Yield	=	=	=
Renta Variable	-	=	=/+
Europa	-	+	=
Estados Unidos	+	=	+
Emergentes	+	-	=
Divisas			
Dólar	+	=	+
Euro	-	=	-
Materias Primas	Neutral	=	Neutral

RENTA FIJA	<ul style="list-style-type: none"> • Positivo (+). El atractivo fundamental viene de tipos que ofrecen unos cupones atractivos ("carry"). Los riesgos de inflación creemos que se harán más evidentes en la segunda mitad de año por lo que preferimos estar en los tramos medios/cortos de la curva favorecidos por las bajadas de tipos. Los largos están ya en la parte baja del rango que esperamos para el año. • Gobiernos: + Positivo. Durante los próximos meses esperamos que las bajadas de tipos continúen hasta llegar al neutral en torno al 2%. La incertidumbre política en Francia esperamos que se mantenga aislada a ese mercado, vemos riesgo en los plazos más largos (pendientes deberían repuntar) por un incremento de gasto fiscal y política monetaria expansiva. • Corporativos: + Positivo. Las cifras récord de emisiones ex2020, reflejan la confianza en que el ciclo todavía puede seguir alargándose. Evitaríamos los bonos de peor calidad pro mantenemos híbridos y AT1. Esperamos más estrechamiento de diferenciales en los tramos BBB, BB. • Crédito países emergentes: = Neutral. Preferimos los que tengan mejor calidad, no esperamos una revalorización muy superior a la de los corporativos de desarrollados.
RENTA VARIABLE	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral/Positivo (=/+). Las expectativas de beneficios para el próximo año apoyadas por bajadas de tipos y un incremento del gasto fiscal en la Eurozona dan pie a nuevas alzas de la renta variable. • Europa: = Neutral. Esperamos como detonantes para incrementar posiciones los nuevos planes fiscales en la UE (Alemania aumentando gasto público, emisiones conjuntas de bonos para financiar el gasto en defensa). A los precios actuales y sin recesión creemos que mucho de lo malo ya está en los precios. • Estados Unidos: + (Positivo). Los crecimientos de beneficios esperados en financieras, consumo e inmobiliario amplían las posibilidades de inversión en un mercado que ha estado empujado en semiconductores (industria estratégica) y tecnología. • Países Emergentes: = Neutral. Los riesgos de un dólar fuerte y cómo se implementan las subidas de tarifas son el principal lastre para este activo. El lado menos negativo, China.
MAT.PRIMAS	<ul style="list-style-type: none"> • Neutral. Las manufacturas parece que están estabilizándose a nivel global pero la debilidad en la UE y el estancamiento en China hace pensar que es pronto para posicionarse. El lado positivo viene de esperar un nuevo ciclo de inversión empresarial en la Eurozona este será el detonante para subir exposición a los sectores y mercados que lo han hecho pero en los últimos 12 meses.
DIVISAS	<ul style="list-style-type: none"> • Dólar: +Positivo. El rally del USD frente a todas las divisas por las tarifas a todo el mundo puede seguir hasta que se vean síntomas de agotamiento en la macro de EE.UU.. Los diferenciales de tipos, de crecimiento y la incertidumbre política en la UE siguen favoreciendo posiciones en USD.

- **Bolsa global**
- **Bancos, bienes de consumo**
- **Crédito en plazos cortos**



- **Bonos plazo largo**

Para concluir:

- Aunque las **valoraciones de algunos activos estén en máximos históricos**, el **macro** va a seguir apoyando, los **gobiernos no van a iniciar políticas de austeridad** más bien al contrario (Brasil, China, EE.UU. y probablemente Alemania y la UE con el gasto en defensa a lo largo del año), **políticas monetarias cada vez más laxas y crédito fluyendo hacia la economía** el entorno va a seguir siendo positivo hasta que este escenario de estímulos no cambie.
- El año que viene veremos como se va implementando una **"multipolaridad" a nivel político con un mundo financiero "unipolar" (EE.UU. y el dólar como divisa reserva global)**. Los mercados financieros en EE.UU. son un activo en sí mismo (liquidez, regulación etc..) y la nueva administración los va a utilizar en su beneficio. El bono americano es el verdadero termómetro a vigilar, mientras se mantenga en el rango de 4%/4,5% los mercados valoran positivamente las políticas económicas de la nueva administración. Si sale de ese rango algo habrá fallado o crecimiento o inflación.



3A

Esta presentación no supone una oferta de venta ni una recomendación de inversión o de adquisición de servicios de inversión, ni debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión. Trea no se hace responsable de las conclusiones que un potencial inversor pueda hacerse respecto de la información aquí contenida, que no debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión. Recomendamos que los potenciales inversores consulten a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia.

Esta presentación está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información ha sido obtenida de terceros y aunque entendemos es fiable, no puede ser garantizada.

TREA ASSET MANAGEMENT SGIIC, S.A., - Calle Ortega y Gasset 20, 5ª planta, 28006 Madrid, España- CIF. A79058384, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 41039, Folio 156, Hoja M-38440 y en el registro de la CNMV con nº 113.

6

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Trea Asset Management SGIIC: <https://tream.com/>